

Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa



Domingos Homem de Sousa e Holstein Salgado

OPA e Fusão

- Dever de lançamento de OPA e a derrogação por controlo adquirido em resultado de fusão -

Relatório de Estágio elaborado no
âmbito do Mestrado em Direito,
área de Ciências Jurídicas
Empresarias

Orientador:

Doutor Rui Pinto Duarte

Supervisor na CMVM:

Mestre Gonçalo Castilho dos Santos

Março 2015

Faculdade de Direito da Universidade Nova de Lisboa



Domingos Homem de Sousa e Holstein Salgado

OPA e Fusão

- Dever de lançamento de OPA e a derrogação por controlo adquirido em resultado de fusão -

Relatório de Estágio elaborado no
âmbito do Mestrado em Direito,
área de Ciências Jurídicas
Empresarias

Orientador:

Doutor Rui Pinto Duarte

Supervisor na CMVM:

Mestre Gonçalo Castilho dos Santos

Março 2015

Declaração de Compromisso Anti Plágio

Declaro por minha honra que o trabalho que apresento é original e que todas as minhas citações estão corretamente identificadas. Tenho consciência de que a utilização de elementos alheios não identificados constitui uma grave falta ética e disciplinar.

(Domingos Homem de Sousa e Holstein Salgado)

Agradecimentos

A apresentação deste relatório é o culminar de um estágio de seis meses no Departamento de Supervisão de Mercados, Emitentes e Informação da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

Durante o estágio tive o privilégio e a honra de aprender e de trabalhar com várias pessoas extraordinárias que contribuíram para que este estágio se tornasse numa experiência muito enriquecedora, quer ao nível pessoal quer profissionalmente.

Ao nível institucional, o meu muito obrigado à CMVM e em particular ao DMEI, pela oportunidade que me foi concedida, em especial, ao saudoso Professor Amadeu Ferreira, ao Dr. Gonçalo Castilho dos Santos e ao Dr. Miguel Namorado Rosa, por tornarem este estágio possível e pela confiança que sempre depositaram em mim.

Ao nível pessoal, agradeço em especial, ao meu orientador, Professor Doutor Rui Pinto Duarte, quer pela constante disponibilidade e valia dos seus ensinamentos ao longo deste trabalho, quer por desde do primeiro dia do meu percurso académico ter demonstrado disponibilidade para me ajudar.

Em segundo lugar, o meu muito obrigado a todos os meus amigos que sempre me apoiaram e ajudaram, em especial, ao Juliano Ferreira, não só pelo papel que assumiu enquanto coordenador do meu estágio no dia a dia, como pela constante disponibilidade e preciosas contribuições na realização deste relatório.

Last but not least, à minha família por tudo o que fizeram por mim, em especial, aos meus pais, ao meu irmão, à minha tia Mana e à Madalena.

Modo de citar e outras convenções

A primeira vez que é feita a citação de uma obra apresentamos a citação completa: o nome do autor, título da obra, edição (sempre que a obra original a refira), editora, local de edição (sempre que conhecido), ano, seguindo-se o número da(s) página(s) para que se remete.

Quando o nome do autor é apresentado no corpo do texto é referido apenas o último nome do autor, ou, quando seja assim conhecido, os dois últimos nomes, v.g., Ferreira de Almeida, seguindo-se a citação completa em nota de rodapé.

Quando uma obra é citada pela segunda vez, indicamos o nome do autor, a(s) primeira(s) palavra, seguindo-se o número da(s) página(s) para que se remete.

Na bibliografia final, encontram-se as obras e os documentos citados no texto indicados pelo nome do(s) autor(es), pelo título completo, pela edição (sempre que a obra original a refira), pelo local de edição, pela editora e pelo ano de publicação. No caso de artigos ou textos inseridos em obras coletivas ou revistas, indicam-se os mesmos, seguidos da indicação das páginas em que se encontram. Quando se trata de textos consultados na internet indica-se a data em que foram consultados pela última vez e o *link* através do qual se consultou. As obras e documentos encontram-se referidos por ordem alfabética do último apelido do autor, com exceção dos documentos sem autor, que se encontram referidos pelo nome da instituição que os emite.

Na secção “*documentos relativos a OPAs e outras operações referidos no texto*”, encontram-se os *links* para os documentos das operações referidas como exemplos ao longo do trabalho.

Todas as abreviaturas utilizadas no texto encontram-se devidamente identificadas na lista de abreviaturas.

As alterações aos excertos citados, necessárias por razões de contexto ou de sintaxe, são introduzidas entre parênteses retos.

O autor escreve segundo o Acordo Ortográfico em vigor em Portugal, à data.

Lista de abreviaturas

Ac.	Acórdão
Art.	Artigo
Arts.	Artigos
CC	Código Civil
CdMVM	Código do Mercado de Valores Mobiliários
Cfr.	Conferir
CIRE	Código da Insolvência e Recuperação de Empresas
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
Coord.	Coordenado por
CRP	Constituição da República Portuguesa
CRC	Código do Registo Comercial
CSC	Código das Sociedades Comerciais
CVM	Código dos Valores Mobiliários
DdOPA	Diretiva n.º 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril
DMEI	Departamento de Supervisão de Mercados, Emitentes e Informação da CMVM
ESMA	European Securities and Markets Authority
ob. cit.	Obra citada
OPA	Oferta Pública de Aquisição
OPT	Oferta Pública de Troca
p.	Página

pp.	Páginas
Proc.	Processo
Reg. 3/2006	Regulamento da CMVM n.º 3/2006 Ofertas e Emitentes
ROC.	Revisor Oficial de Contas
TJUE	Tribunal de Justiça da União Europeia
S.A.	Sociedade anónima
SROC	Sociedade de Revisores Oficiais de Contas
ss.	Seguintes
v.g.	por exemplo/nomeadamente

Abstract: Control of a public company can be obtained through several ways, of which the tender offer and the merger are only two. We attempt to understand what are the risks involved in the appearance of a control position. Such underlying risks justify the rationality of the mandatory bid rule, as well as the consequences of said rule. Finally, we attempt to understand if the interests of the minority shareholders are duly defended in the case of control being acquired through merger, since that is the understanding of the legislator.

Resumo: O controlo de uma sociedade aberta pode ser obtido de diversas formas, sendo a OPA e a fusão apenas duas vias para alcançar esse fim. Tentaremos perceber quais os riscos inerentes ao surgimento de uma posição de controlo, aos quais estão subjacentes a racionalidade da regra da OPA obrigatória, bem como as consequências da imposição do dever de lançamento de OPA. Por último, tentamos perceber se os interesses dos acionistas minoritários são suficientemente protegidos no caso de o controlo ser adquirido em resultado de uma fusão, uma vez que o legislador entendeu que, nestes casos, os interesses a acautelar pela regra da OPA obrigatória já estariam protegidos.

Índice

1. Introdução	1
2. As Ofertas Públicas de Aquisição	4
2.1 A OPA enquanto proposta contratual	4
2.2 A OPA enquanto oferta dirigida a destinatários indeterminados	7
2.3 A OPA enquanto processo legalmente previsto	9
2.4 Tipologia.....	10
3. O dever de lançamento de OPA obrigatória.....	14
3.1 Os riscos inerentes ao estabelecimento de um controlo	15
3.2 Os fundamentos do dever de lançamento de OPA	18
3.2.1 O princípio da igualdade de tratamento dos acionistas.....	18
3.2.2 A repartição do prémio de controlo	21
3.2.3 A concessão de um direito de saída aos acionistas minoritários	23
3.2.4 Síntese conclusiva.....	25
3.3 A diretiva das OPAs	26
3.4 O direito português	29
3.4.1 Os elementos constitutivos da previsão do dever de lançamento de OPA	31
3.4.2 A estatuição do dever de lançamento de OPA.....	42
3.4.3 A natureza jurídica do dever de lançamento de OPA	43
3.4.4 As técnicas de exclusão do dever de lançamento de OPA.....	50
4. Derrogações ao dever de lançamento de OPA	57
4.1 A posição das instituições europeias às derrogações previstas pelos Estados Membros.....	59
4.2 A derrogação do dever de lançamento de OPA por controlo adquirido em resultado de uma fusão	63
4.2.1 Factos determinantes da derrogação do art. 189.º/1, c)	64
4.2.2 A sua razão de ser	72
4.3 Análise da fusão como forma de exclusão do dever de lançamento de OPA em certos Estados Membros da U.E.....	83
4.3.1 Alemanha.....	83
4.3.2 Itália	84
4.3.3 França	85
4.3.4 Espanha.....	86
4.3.5 Reino Unido.....	87
4.4 A (des)conformidade do art. 189.º/1, c) com a diretiva das OPAs.....	88
5. Conclusões	95
Bibliografia	98
Jurisprudência	106
Documentos relativos a OPAs e outras operações referidas no texto	107

1. Introdução

O presente Relatório de Estágio Curricular, tendo em vista a obtenção do título de Mestre em Direito, área de Ciência Jurídicas Empresariais na Faculdade de Direito da Universidade Nova, é o culminar de um período de estágio de seis meses no Departamento de Supervisão de Mercados, Emitentes e Informação da CMVM.

A opção de realizar um estágio curricular, como parte não letiva do mestrado, deveu-se à possibilidade de equilibrar a experiência prática, adquirida no estágio, com o estudo dogmático de um tema em concreto. Nesse contexto, e com esse benefício, escolhemos aprofundar o tratamento das figuras da OPA e da fusão.

Procurámos assim fazer com que este relatório de estágio refletisse ele próprio, também, essa dupla perspetiva, seja enquanto descrição da experiência prática adquirida ao longo estágio curricular, seja enquanto análise crítica, de índole dogmática, sobre o instituto jurídico da OPA, em especial dois pontos específicos do seu regime jurídico: o dever de lançamento de OPA obrigatória e a derrogação a esse dever, em virtude de o controlo ter sido obtido em resultado de uma fusão.

O surgimento de uma posição de controlo numa sociedade aberta acarreta uma pluralidade de riscos para os acionistas minoritários, que o legislador entende serem suficientemente relevantes para fundamentar uma tutela acrescida da posição jurídica daqueles. Essa tutela concretiza-se na imposição ao oferente da obrigatoriedade de conceder um direito de saída aos acionistas minoritários, mediante o pagamento de uma contrapartida equitativa, através do lançamento de uma OPA geral e obrigatória sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.

A regra da OPA obrigatória foi assim considerada como a melhor forma de conjugar todos os interesses em jogo.

Neste sentido, e depois de enquadrar genericamente a figura da OPA, tentamos identificar quais os riscos inerentes ao estabelecimento de uma posição de controlo, uma vez que são estes que, em última análise, justificam os vários fundamentos da regra da OPA obrigatória. Esta regra, já consagrada anteriormente no ordenamento jurídico português, tornou-se regra comum nos ordenamentos jurídicos da União Europeia em resultado da DdOPA.

A aquisição de controlo é o pressuposto material da imposição do dever de lançamento de OPA, sendo ainda assim necessário perceber não só como este se concretiza mas também de que outros pressupostos faz o legislador depender a imposição do dever de lançamento de OPA.

Perante algumas dúvidas quanto à natureza da situação jurídica onde se enquadra um tal dever, a que fica sujeito o novo controlador da sociedade, com consequências relevantes, v.g., no que toca às possibilidades de reação dos destinatários da oferta em caso de incumprimento, tentaremos expor e analisar criticamente os entendimentos existentes.

Compreendida a razão de ser e a forma como alguém pode ficar adstrito ao dever de lançamento de uma OPA, analisaremos, em particular, uma situação em que o legislador nacional entendeu que os interesses em causa não justificavam a imposição do dever de lançamento de OPA: a aquisição de uma posição de domínio por parte de um acionista em resultado de um processo de fusão, tal como prevista no art. 189.º/1, c) do CVM.

Só é possível compreender os fundamentos desta concreta derrogação ao dever de lançamento de OPA tendo presentes os principais elementos do processo de fusão. Esses elementos fazem da fusão uma técnica de concentração que possibilita aos acionistas das sociedades objeto da mesma a formação de uma vontade livre e esclarecida e cuja aprovação constitui um ato social revelador de uma vontade social reforçada.

Por último, tomando em consideração as recentes dúvidas da Comissão Europeia sobre a forma como os interesses dos acionistas minoritários são protegidos em

certas derrogações previstas pelos Estados Membros, demonstradas, v.g., no relatório da Comissão Europeia, sobre a aplicação da Diretiva 2004/25/EC de 28 de junho de 2012, tentaremos perceber se esta derrogação respeita ou não o princípio geral de proteção dos acionistas minoritários, a que deve também obediência a previsão de exceções ao dever de lançamento de OPA, previsto no art. 3.º/1, a) *in fine* da DdOPA.

2. As Ofertas Públicas de Aquisição

As ofertas públicas de valores mobiliários são definidas como “*propostas contratuais dirigidas ao público, tendo em vista a emissão, a alienação, a aquisição ou a troca de valores mobiliários, através de um processo prescrito por lei*”¹.

No âmbito deste trabalho trataremos, exclusivamente, as ofertas públicas que têm como objeto a aquisição de ações e/ou outros valores mobiliários que confirmem direito à subscrição ou aquisição das mesmas², designadas por OPAs³. Subjacente a esta operação está, na maioria dos casos, o propósito de permitir ao oferente a aquisição do controlo da sociedade visada⁴.

Da noção apresentada é possível retirar três elementos característicos da OPA, que serão de seguida analisados: é uma proposta contratual, dirigida a destinatários indeterminados e que obedece a um processo legalmente previsto.

2.1 A OPA enquanto proposta contratual

A OPA é um processo complexo, no seio do qual é possível identificar uma proposta contratual⁵, dirigida a destinatários indeterminados, *ao público*, visando

¹ Cfr. PAULO CÂMARA, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª ed., Almedina, Coimbra, 2011, p. 559.

² Na ordem jurídica portuguesa vigora um princípio de liberdade do objecto da OPA, podendo ser lançada uma oferta sobre outros valores mobiliários, art. 173.º/3 CVM.

³ A DdOPA define OPA como: “*uma oferta pública (que não pela sociedade visada) feita aos titulares de valores mobiliários de uma sociedade para adquirir a totalidade ou uma parte desses valores mobiliários, independente, de essa oferta ser obrigatória ou voluntária, na condição de ser subsequente à aquisição do controlo da sociedade visada ou ter como objetivo essa aquisição do controlo*”, cfr. art. 2.º/1, a).

⁴ O oferente poderá ter outros propósitos, v.g., o reforço de um domínio já constituído ou a realização de um investimento financeiro em valores mobiliários. Veja-se a título de exemplo, a OPA parcial e voluntária anunciada pela Sonaecom, SGPS, S.A. (“Sonaecom”), sobre ações representativas do seu próprio capital social, a 29 de outubro de 2013, que poderia ter como objetivo final a obtenção de 90% dos direitos de voto correspondentes ao capital social até ao apuramento de resultados e 90% dos direitos abrangidos pela oferta, art. 194.º do CVM, para que a sociedade perdesse a qualidade de sociedade aberta, conforme o previsto no art. 195.º/4 do CVM.

⁵ Este tem sido o entendimento maioritário da doutrina, v. RAÚL VENTURA, *Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários*, in *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992, pp. 26 a 35, JORGE BRITO PEREIRA, *A OPA Obrigatória*, Almedina, Coimbra, 1998, p. 21, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação dos Direitos de Voto*, Coimbra

a aquisição de valores mobiliários, através da celebração de múltiplos contratos típicos de adesão⁶, mediante ordem de venda por parte do acionista⁷. A proposta é vinculativa para o oferente nos termos em que é anunciada e irrevogável, salvo uma alteração imprevisível e substancial das circunstâncias⁸, tal como resulta da conjugação do art. 128.º com a alínea a) do n.º 2 do art. 175.º do CVM⁹.

Será importante, ainda que de forma breve, afastar a aplicação de figuras jurídicas que, em face da sua natureza, poderiam parecer potencialmente aplicáveis: o convite a contratar, a promessa pública e o contrato-promessa unilateral¹⁰.

No convite a contratar, como decorre da própria terminologia, existe um convite em que é demonstrada a disponibilidade para a celebração de um futuro contrato. Contudo, não poderá este ser considerado uma proposta contratual, uma vez que, tendencialmente, não terá todos os elementos exigíveis a esta¹¹. Na maioria das vezes, o convite terá como finalidade a emissão de propostas contratuais de

Editora, Coimbra, 2011, pp. 165 a 167, PEDRO COSTA GONÇALVES, *Anotação ao Acórdão do Tribunal Central Administrativo-Sul de 6 de Fevereiro de 2010*, in, *RLJ* n.º 3964, 2011, pp. 39 a 67, ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *OPAs obrigatórias: pressupostos e consequências da sua não-realização*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, ano III (2011), n.º4, p. 930; e da Jurisprudência, Acórdão do Tribunal da Relação do Porto de 27 de junho de 2002 (Gonçalo Silvano), proc. n.º 0230597. Em rigor, a designação desta figura deveria ser proposta pública de aquisição, uma vez que não estamos perante uma mera oferta mas sim uma proposta. O legislador parece ter sido influenciado pelas línguas francesa e inglesa, respetivamente, *offre public d'achat* e *public offer*.

⁶ Sobre a tipicidade e atipicidade dos contratos, v. RUI PINTO DUARTE, *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, Almedina, Coimbra, 2000.

⁷ A eficácia da oferta está sujeita à decorrência do prazo da oferta, a requisitos legais, v.g., as ações encontrarem-se livres de ónus ou encargos e, caso existam, à verificação das condições impostas pelo oferente. Utilizando a terminologia proposta por CÂMARA são várias as condições que podem existir: a) Condições de decisão de oferta são as condições inerentes à decisão de avançar para a oferta que devem estar verificadas até à data da publicação do anúncio preliminar; b) Condições de eficácia da oferta são as condições de cuja verificação depende o sucesso da oferta, previstas no art. 124.º do CVM. Estas últimas ainda se distinguem entre b.1) condições de lançamento, que se têm de verificar até ao registo, e as b.2) condições de aquisição que se devem verificar até à sessão de apuramento de resultados. Por último, existe ainda a distinção entre c) condições voluntárias e legais consoante a sua fonte seja, respetivamente, a autonomia privada ou a lei, v. *Manual (...) ob. cit.*, pp. 609 e 610.

⁸ Sobre a alteração das circunstâncias, v. PAULA COSTA SILVA, *Ofertas Públicas e alteração das circunstâncias* in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 127 a 146.

⁹ No capítulo 2 quando não for feita referência a outro diploma legal as normas referem-se ao CVM.

¹⁰ V. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *Da Oferta Pública de Aquisição e o seu Regime Jurídico*, Stvdia Ivridica, n.º 11, Coimbra Editora, Coimbra, 1995, pp. 86 a 105 e CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Contratos I*, 5ª ed., Almedina, Coimbra, 2013, pp.101 a 119.

¹¹ Tal como afirma FERREIRA DE ALMEIDA, “uma declaração pode ser qualificada como proposta contratual se reunir as seguintes características: se for completa e precisa, firme e formalmente adequada”, cfr. *Contratos (...) ob. cit.*, p. 101, e em especial sobre o convite a contratar v., p. 105.

terceiros, colocando o emitente na posição de aceitar, ou não, as propostas que lhe sejam dirigidas.

Bastante diferente é a natureza jurídica da OPA enquanto processo aquisitivo de valores mobiliários. Como afirma TEIXEIRA GARCIA, “[s]e a OPA fosse um simples convite para contratar, o que o oferente propunha não era a aquisição de determinados valores mobiliários, mas tão só que os titulares desses valores lhe dirigissem propostas de aquisição deles”¹².

Por sua vez, a promessa pública¹³, prevista no art. 459.º CC, não deverá ser confundida com as ofertas ao público, uma vez que “[a]quela é sempre a promessa de um prémio ou recompensa (por conseguinte, de uma atribuição unilateral) a quem se encontrar em determinada situação ou houver praticado certo facto”¹⁴.

Na OPA, o lançamento da oferta - momento em que é emitida a declaração negocial do oferente - concede um direito potestativo de aceitar a oferta aos seus destinatários, ficando o oferente numa situação jurídica passiva de sujeição, bastando um ato unilateral por parte dos destinatários da oferta - a aceitação da oferta - para que se altere a esfera jurídica do oferente¹⁵. A alteração consubstancia-se na constituição do negócio jurídico, *in casu*, a compra e venda dos valores mobiliários objeto da oferta. É, assim, apenas neste segundo momento que se constituem os efeitos obrigacionais. Na promessa pública, a promessa é a própria declaração negocial constitutiva do negócio unilateral em causa, por outras palavras, a mera enunciação da declaração gera efeitos obrigacionais para o oferente/declarante, constituindo-se automaticamente, um direito à prestação nos beneficiários ainda que indeterminados.

¹² Cfr, AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *ob. cit.*, p. 88.

¹³ Para uma definição de promessa pública, v. ANA PRATA, *Dicionário Jurídico*, vol. I, 5ª ed., Almedina, Coimbra, 2009, p. 1148.

¹⁴ Cfr. PIRES DE LIMA e ANTUNES VARELA, *Código Civil Anotado*, vol. I, 4.ª ed., Coimbra Editora, Coimbra, 1987, p. 441.

¹⁵ Aplicam-se as mesmas ressalvas à eficácia da oferta constantes da nota 7.

Por último, o contrato-promessa unilateral, previsto no art. 411.º do CC, é um contrato através do qual apenas uma das partes se vincula à celebração de um futuro contrato¹⁶, distinguindo-se da OPA, desde logo, por não existir qualquer acordo entre oferente e acionista, em que o primeiro se obrigue perante o segundo, para além do próprio contrato de compra e venda a celebrar, caso o acionista aceite a proposta contratual que lhe é dirigida pelo oferente. Por outras palavras, entre o oferente e os destinatários da oferta, apenas será celebrado um negócio jurídico: o contrato de compra e venda dos valores mobiliários objeto da oferta.

2.2 A OPA enquanto oferta dirigida a destinatários indeterminados

A indeterminação dos destinatários de uma OPA é a sua principal característica.

Como a própria terminologia indica, estamos perante uma oferta pública, o que, concretizado nas palavras do legislador, significa uma oferta *dirigida, no todo ou em parte, a destinatários indeterminados*¹⁷. A indeterminação dos destinatários faz com que não seja possível aferir *ab initio* o nível de conhecimento e necessidade de tutela dos mesmos, razão pela qual o legislador optou pela previsão de um regime mais protetor.

Na OPA, existe ainda uma preocupação acrescida, a de proporcionar ao oferente uma forma de se dirigir aos destinatários da oferta sem a qual dificilmente o conseguiria fazer.

No CVM é dado um grande relevo à figura da oferta pública, ao contrário do que sucede no CC¹⁸. Esta importância é justificada pela especificidade do objeto da

¹⁶ V. ANTUNES VARELA, *Das obrigações em geral*, vol. I, 10ª ed., Almedina, Coimbra, 2012, pp. 308 e 309.

¹⁷ Cfr. art. 109.º.

¹⁸ A oferta ao público vem referida no art. 230.º/3 do CC, onde o legislador apenas prevê que será uma proposta dirigida ao público não se preocupando em concretizar mais.

oferta, valores mobiliários, pela necessidade de proteção que merecem os seus destinatários e o próprio mercado.

O legislador preocupou-se em densificar o conceito de oferta pública, em moldes que tentaremos, ainda que de forma resumida, apresentar.

Começando por uma delimitação negativa, o legislador prevê, na norma imperativa do art. 110.º, dois casos em que a oferta será sempre qualificada como particular.

Se não estivermos perante um dos casos imperativamente qualificados como oferta particular, o passo seguinte deverá ser o de interpretar o art. 109.º de forma a concluir se estamos ou não perante uma oferta pública.

O critério principal é o da indeterminação dos destinatários da oferta, tal como previsto no art. 109.º/1. Concretizando-se nos números 2 e 3, respetivamente, que a indeterminação não será prejudicada por existir uma mera identificação formal, v.g., pelo nome ou número de sócio, sendo para tal necessário que o oferente conheça as características das pessoas identificadas¹⁹ e apresentando três critérios complementares em que a oferta se considera como dirigida a destinatários indeterminados.

Apesar do esforço de concretização do legislador, poderão existir sempre casos dúbios na interpretação e, nesses casos, partilhamos a ideia de que o elemento teleológico da norma, a proteção dos investidores não qualificados²⁰, exige que seja analisado de forma abstrata se os destinatários merecem ou não o acréscimo de proteção informativa que é característico do regime das ofertas públicas. No caso de a resposta ser afirmativa, a oferta deverá ser qualificada como pública²¹.

¹⁹ V.g., a sociedade detém informação sobre quem são os seus acionistas, contudo um aumento de capital de uma sociedade aberta, mesmo que dirigido em exclusividade aos seus acionistas não deixa de ser qualificado como oferta pública de subscrição, cfr. art.109.º/3, a).

²⁰ Consideram-se investidores não qualificados todos aqueles que não estão previstos no art. 30.º.

²¹ V. PAULO CÂMARA, *Manual (...) ob. cit.*, p. 552. O autor apresenta esta posição ao abordar o preenchimento dos conceitos indeterminados existentes no art. 109.º.

Quando o resultado interpretativo seja o de que aquele caso concreto não é subsumível a nenhuma das situações qualificáveis como oferta pública, essa oferta deverá ser qualificada como particular, uma vez que esta é a categoria residual.

2.3 A OPA enquanto processo legalmente previsto

O legislador optou por prever um regime geral aplicável a todas as modalidades de oferta pública, capítulo I do CVM, regulando posteriormente cada uma das modalidades de oferta pública, ajustando a regulação aos especiais interesses merecedores de tutela que existem em cada modalidade num capítulo autónomo²².

As ofertas públicas de aquisição – as únicas de que cuidamos - são reguladas, em especial, no capítulo III, arts. 173.º a 197.º.

O processo de OPA, imperativamente previsto no CVM, visa assegurar, essencialmente, um tratamento igualitário dos destinatários da oferta, a prestação de informação adequada para que estes formem a sua vontade de permanecer, ou não, na sociedade, de forma livre e esclarecida e ainda a possibilidade de virem a existir ofertas concorrentes, cujo surgimento é, usualmente, benéfico para os acionistas (veem aumentar o número de alternativas e as condições terão necessariamente de ser mais favoráveis, art. 185.º/5), bem como permitir ao oferente dirigir-se aqueles²³.

²² Se, numa oferta pública de distribuição, onde a sociedade distribui valores mobiliários ao público, o foco da informação deverá estar no emitente, uma vez que a necessidade informativa é a de ter os dados para avaliar se será ou não uma boa decisão investir no mesmo. Nas OPAs, que visam uma concentração de valores mobiliários num titular, a ênfase deve ser dada à apresentação do oferente e aos projetos que este tenha para a sociedade. Estamos perante duas decisões antagónicas: na primeira modalidade existe uma decisão de investimento e, na segunda, de desinvestimento, devendo a informação adaptar-se a essa realidade.

²³ Tendo em consideração o âmbito deste trabalho, tal como definido na introdução, optámos por não desenvolver uma apresentação do processo legalmente previsto para as OPAs.

2.4 Tipologia

A qualificação da OPA como obrigatória é apenas uma das muitas qualificações que poderão ser feitas, tendo em conta diferentes critérios, e que cumpre apresentar ainda que brevemente²⁴:

- Natureza da contrapartida:

A OPA pode ser qualificada, de acordo com a natureza da sua contrapartida, como OPA com contrapartida em dinheiro ou OPA com contrapartida em valores mobiliários (também designada por OPA na modalidade de troca).

Quando forem oferecidas em conjunto, seja de forma alternativa ou complementar, contrapartidas das duas naturezas estaremos perante uma OPA com contrapartida mista, art. 177.º/1.

- Âmbito objetivo da oferta:

A oferta poderá ser geral ou parcial, consoante vise a aquisição da totalidade das ações e dos valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição, emitidos pela sociedade visada, ou apenas parte.

É importante esclarecer que todas as ofertas, sejam gerais ou parciais, se dirigem à totalidade dos acionistas da sociedade visada, art. 173.º/1²⁵.

²⁴ A apresentação da tipologia tem como propósito apresentar as várias modalidades de oferta, aproveitando para enquadrar alguns conceitos que serão utilizados neste trabalho, v. AUGUSTO TEIXEIRA GARCIA, *ob. cit.*, pp. 63 a 86.

²⁵ É, usualmente, designado pela doutrina como o princípio da generalidade da oferta, corolário do princípio da igualdade de tratamento dos acionistas, previsto de forma geral no art. 15.º e no art. 112.º para as ofertas públicas em especial.

- Postura do órgão de administração da sociedade visada:

O órgão de administração da sociedade visada deve, no prazo de oito dias²⁶ a contar da receção dos projetos do anúncio de lançamento e de prospeto, pronunciar-se sobre a oportunidade e as condições da oferta, art. 181.º/1.

Quando o órgão de administração se opõe à oportunidade e às condições da oferta, a OPA é usualmente qualificada, pela doutrina, como hostil²⁷.

Importa aqui salientar que esta qualificação não reflete a posição dos destinatários da oferta, os acionistas. A relevância do relatório do conselho de administração é a de proporcionar aos destinatários da oferta um documento informativo que os possa ajudar a tomar a sua decisão, mas não tem qualquer impacto direto no sucesso ou insucesso da oferta.

Fruto da experiência prática no DMEI, apercebemo-nos da preocupação da CMVM em garantir que todos os documentos informativos ao dispor dos particulares cumprem com as exigências informativas, previstas em geral no art. 7.º e, em especial, no que se refere ao prospeto, no art. 135.º²⁸.

A intervenção da CMVM, no que ao relatório do conselho de administração diz respeito, tem-se caracterizado por solicitar a este órgão que, para além do dever legal de se pronunciar nos termos do art. 181.º, se pronuncie também em momento posterior ao registo da oferta²⁹, tendo já em consideração as versões definitivas dos documentos informativos fundamentais como o prospeto e o anúncio de lançamento³⁰.

²⁶ O prazo é encurtado para 5 dias, no caso de uma oferta concorrente.

²⁷ Um caso em que foi clara a oposição do órgão de administração da sociedade visada à oportunidade e às condições da oferta, foi a OPA geral e voluntária, anunciada pela Sonae, SGPS, S.A. e pela Sonaecom sobre a PT Telecom –SGPS, S.A. (“PT SGPS”) e sobre a PT - Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A. (“PT Multimédia”) a 6 de fevereiro de 2006.

²⁸ Os documentos informativos são: o anúncio preliminar art. 176.º, o anúncio de lançamento art. 183.º-A, o relatório do conselho de administração art. 181.º e o prospeto arts. 135.º, 136.º e 138.º.

²⁹ V. *parecer genérico da CMVM sobre os deveres de comportamento na pendência de Oferta Pública de Aquisição*.

³⁰ V.g., a OPA lançada pela Tagus Holdings S.à r.l (“Tagus”) sobre a Brisa – Auto Estradas de Portugal, S.A. (“Brisa”) em que foi publicado o relatório do conselho de administração no dia 24 de abril de 2012,

O conteúdo do prospeto poderá sofrer bastantes alterações desde o momento do seu envio inicial, ainda sob a forma de projeto, à CMVM, até ao momento em que venha a ser aprovado, podendo existir um lapso temporal significativo entre estes dois momentos, o que usualmente é atribuído ao tempo necessário de verificação de eventuais condições de lançamento³¹.

- Número de ofertas anunciadas:

Quando existe apenas uma oferta anunciada esta qualificação não tem aplicação prática.

Quando estamos perante mais do que uma OPA sobre valores mobiliários da mesma categoria, a primeira a ser anunciada será designada como inicial e todas as que sejam anunciadas em momento posterior àquele qualificar-se-ão como concorrentes, devendo respeitar o regime especial previsto no art. 185.º e ss³².

- Origem do lançamento de OPA:

O lançamento de OPA poderá decorrer da vontade do oferente, ao abrigo da sua autonomia privada, sendo nesse caso qualificada como oferta voluntária, ou nascer de um dever legal, que impõe a quem tenha adquirido o controlo de uma sociedade aberta o dever de lançar uma OPA, sendo nesse caso designada de OPA obrigatória.

O regime da OPA obrigatória estabelece várias limitações à autonomia privada, v.g., ao nível do objeto da oferta - todas as ações e outros valores mobiliários

tendo no dia 23 de julho de 2012 sido divulgado um relatório complementar do conselho de administração sobre a oportunidade e as condições da oferta.

³¹ V.g., na OPA da Sonaecom, lançada sobre a PT SGPS e sobre a PT Multimédia, o relatório do conselho de administração datou de 6 de março de 2003 e o prospeto apenas foi publicado no dia 12 de janeiro de 2004.

³² As ofertas concorrentes não serão tratadas no âmbito deste trabalho. Sobre este tema, v. HUGO MOREDO SANTOS, *As Ofertas Concorrentes*, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, MANUEL REQUICHA FERREIRA, *OPA Concorrente*, Direito dos Valores Mobiliários, vol. X, Coimbra Editora, Lisboa, 2011, pp. 135 a 502 e MIGUEL STOKES, *Ensaio sobre os requisitos substantivos da OPA Concorrente*, in *Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários*, 2013. Para uma perspectiva prática veja-se o caso das ofertas concorrentes lançadas sobre a Espírito Santo Saúde – SGPS, S.A., “Espírito Santo Saúde”, que decorreram durante o período de estágio.

emitidos pela sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição - e ainda quanto à possibilidade de definir os respetivos termos e condições: por exemplo, tendo a contrapartida de respeitar os limites mínimos legalmente previstos no art. 188.º. Esta limitação não é, porém, absoluta, uma vez que o oferente ainda poderá, v.g., fixar o prazo da oferta, dentro dos limites previstos no art. 125.º, ou definir a natureza da contrapartida, nos termos do art. 188.º/3³³.

Contudo, feita esta ressalva, deve destacar-se que é bastante significativa a limitação imposta à vontade do oferente, que fica desde logo sujeito³⁴ à aquisição da totalidade das participações sociais da visada e dos restantes valores mobiliários que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, quando pode ter interesse apenas em adquirir o controlo da sociedade, sendo para tal suficiente a detenção de 50% dos direitos de voto, mais uma ação³⁵.

³³ Cfr. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, in *Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários*, 2013, p.19.

³⁴ A qualificação da situação jurídica passiva que nasce na esfera do oferente não é pacífica na doutrina, como será mais à frente analisado, v. subcapítulo 3.4.3.

³⁵ Dependendo da estrutura acionista da sociedade em causa, o controlo poderá ser adquirido através da detenção de menos de 50% dos direitos de voto mais uma ação. O legislador português teve esta situação em consideração, ao prever o patamar de 33,33% dos direitos de voto, sendo dada a possibilidade ao oferente de provar que não detém o domínio, tal como resulta da conjugação dos números 1 e 2 do art. 187.º. Estes aspetos serão tratados em maior profundidade mais à frente, v., em especial, subcapítulo 3.4.4.2.

3. O dever de lançamento de OPA obrigatória

Na análise do dever de lançamento de OPA obrigatória, parece essencial olharmos primeiro ao que é entendido como OPA obrigatória. Esta pode ser definida como a “*oferta pública de aquisição de valores mobiliários emitidos por uma sociedade aberta, que foi ou deva ser lançada em cumprimento de um dever legal*”³⁶.

Esta “*limitação ao princípio da liberdade de lançamento de opas e ao próprio conteúdo da oferta*”³⁷, surgiu pela primeira vez na rule 9 do *City Code on Takeovers and Mergers* de 1968. Ao longo do tempo, foi sendo adotada pelos restantes países europeus, resultado que muito se deveu ao facto de a regra da OPA obrigatória, ter estado sempre incluída nas sucessivas propostas que foram existindo aos longo dos morosos trabalhos preparatórios da DdOPA³⁸.

A OPA obrigatória foi o mecanismo escolhido como a melhor forma de acautelar uma pluralidade de interesses conflitantes entre si, v.g., interesses dos acionistas minoritários³⁹ vs interesses do (novo) controlador e mercado de controlo societário muito dinâmico vs segurança e confiança no mercado.

Por outras palavras, o dever de lançamento de OPA como “norma de conflitos de interesse” foi considerada pelo legislador como a melhor forma de proteger os investidores e, em última análise, o próprio mercado, uma vez que para o correto funcionamento deste é condição essencial a confiança daqueles, já que, em termos muito simplistas, é do encontro entre as poupanças dos aforradores e as

³⁶ Cfr. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA (...) ob. cit.*, p. 2.

³⁷ Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência (...) ob. cit.*, p. 198.

³⁸ A ideia de criar uma diretiva que regulasse as OPAs surgiu pela primeira vez em 1974 no relatório de Pennington, datando a primeira proposta de 19 de janeiro de 1989, sendo que a diretiva apenas foi aprovada em 2004. Para uma descrição detalhada sobre estes trabalhos e a evolução dos mesmo, v. JOÃO CUNHA VAZ, *As OPA na União Europeia face ao Novo Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2000, pp. 37 a 100 e KLAUS J. HOPT, *A harmonização do regime das ofertas públicas de aquisição (OPAs) na Europa*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 215 a 239.

³⁹ No âmbito deste trabalho, quando falamos de acionistas minoritários referimo-nos aos acionistas que não detêm o controlo da sociedade.

necessidades de capital, neste caso das sociedades abertas, que se encontra a razão de ser da existência dos mercados.

Durante o período de estágio, observámos de perto a preocupação da CMVM com a tutela da confiança dos investidores no mercado e nos seus mecanismos. A divulgação atempada da informação e a sua conformidade com as exigências legais assume aqui um papel crucial⁴⁰, a par com a correta identificação de casos de alteração de controlo, conducentes à constituição do dever de lançamento de OPA.

Os fundamentos da imposição do dever de lançamento de OPA têm na base a ideia de proteção dos investidores devido aos riscos inerentes a uma alteração de controlo na sociedade aberta na qual são acionistas⁴¹. Por esta razão é importante começar a análise do dever de lançamento pela identificação e compreensão desses riscos.

3.1 Os riscos inerentes ao estabelecimento de um controlo

A alteração de controlo, como escreve PERESTRELO DE OLIVEIRA, “*sem prejuízo de poder proporcionar vantagens para a gestão societária – tem sempre perigos a si inerentes e, desde logo, o perigo de apropriação de benefícios privados pelo acionista controlador*”⁴².

Em primeiro lugar, e como refere a autora, temos o risco de o novo controlador utilizar a sociedade de forma a prosseguir os seus interesses próprios, em detrimento do interesse social, com prejuízo para os acionistas minoritários. É o

⁴⁰ V.g., a preparação da Assembleia Geral de Acionistas da PT SGPS de 22 de janeiro de 2015, que foi possível acompanhar durante o período de estágio. Sobre a importância da informação no mercado de capitais, v. PAULO CÂMARA, *Deveres de informação e formação de preços no direito dos valores mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2, 1998, pp. 79 a 93, GONÇALO CASTILHO DOS SANTOS, *O dever dos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa de informar sobre factos relevantes*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 273 a 307 e ANDRÉ FIGUEIREDO, *A Informação Difundida no Mercado de Valores Mobiliários e os Poderes da CMVM: Uma “Nova Dimensão do Direito Administrativo”?* in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 24, 2006, pp. 64 a 98.

⁴¹ V. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência (...) ob. cit.*, pp. 189 a 191.

⁴² Cfr. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *OPA obrigatória e controlo indirecto*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, IV (2012), n.º 3, pp. 601 e 602.

problema da apropriação dos benefícios privados de controlo “*private benefits of control*”⁴³.

Outro risco advém do facto de, em muitos casos, a aquisição de controlo surgir através de uma concentração de participações sociais na esfera jurídica do (novo) controlador⁴⁴, o que terá dois efeitos potencialmente prejudiciais para os acionistas: uma redução da liquidez das ações, que normalmente terá como consequência a redução do valor de mercado das participações e uma alteração do equilíbrio de poderes existentes na sociedade, com a perda de poder relativo dos restantes acionistas.

Muito significativos são os problemas que podem surgir do impacto de uma alteração na qualidade de gestão da sociedade. A mudança do controlo de uma sociedade, na maior parte dos casos, trará uma alteração da gestão da sociedade, uma vez que o controlador pretenderá incluir no órgão de administração da sociedade pessoas da sua confiança, o que constitui uma alteração de um dos elementos fundamentais na decisão de investimento: a qualidade da gestão da sociedade⁴⁵.

A rentabilidade do investimento para o acionista é tipicamente obtida através de duas parcelas: o ganho de capital, conseguido através de uma valorização da cotação em mercado da sua participação e o ganho de dividendo, através do recebimento de dividendos distribuídos pela sociedade. Uma alteração da gestão terá um impacto decisivo na rentabilidade, uma vez que o mercado irá incorporar

⁴³ V. ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, p. 602. Discordando da aplicação deste problema ao regime da OPA, escreve WYMEERSCH, “[t]he problem is not the control transaction, but the private benefits that are reallocated as a consequence of the control transaction [...] it would be more intelligent to restrict these benefits on a permanent basis: it looks illogical that private benefits are more or less allowed, or at least are not strictly forbidden during the existence of a company, but become objectionable once the control block change hands”, cfr. *A New Look at the Debate About the Takeover Directive*, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-05, Ghent University, 2012, p. 8.

⁴⁴ O controlo poderá ser adquirido sem que exista concentração de participações sociais, v.g., quando apenas exista uma alteração qualitativa de controlo ou devido à celebração de um acordo parassocial, arts. 19 e 20.º/1, c) do CVM.

⁴⁵ Em sentido contrário, escreve MOREDO SANTOS: “[o]s pequenos acionistas adquirem ações para rentabilizar as suas poupanças, despreocupando-se com a gestão da sociedade, pelo que uma mudança do nível do controlo não afectaria as suas expectativas de investimento”, cfr. *Transparência (...) ob. cit.*, p. 210.

no seu preço a qualidade de gestão esperada e o novo controlador assumirá o controlo da distribuição de dividendos.

Fruto da experiência prática no DMEI, é possível avançar com mais um argumento quanto à relevância da qualidade de gestão no momento em que é feito um investimento. No âmbito das ofertas públicas de distribuição, que visam a obtenção de financiamento ou reforço de capitais junto dos investidores, existe a preocupação em apresentar os membros do conselho de administração.

Esta apresentação não se fica por uma mera identificação, exigindo-se informação sobre as qualificações profissionais e atividades desenvolvidas, atuais e passadas, eventuais conflitos de interesse, acordos ou compromissos e eventuais restrições ou conflitos, relacionados com os membros dos órgãos de administração e fiscalização⁴⁶⁻⁴⁷.

Já no âmbito das OPAs, ao apresentar os objetivos da aquisição, o oferente deve informar os acionistas sobre a estratégia a seguir, referindo, v.g., se manterá ou não as estratégias definidas pelo conselho de administração da sociedade em funções⁴⁸.

Estas exigências informativas demonstram que a composição do órgão de administração é considerada pelo legislador e, também pelo regulador, como relevante para que o investidor tome a sua decisão.

Em suma, e como refere CÂMARA, “[o] domínio das sociedades abertas influencia a sua gestão; e, por seu turno, a gestão determina o preço dos valores em mercado”⁴⁹.

⁴⁶ V. o prospecto de oferta pública de subscrição, que decorreu durante o período de estágio, de ações ordinárias, escriturais e nominativas, sem valor nominal, representativas do capital social da Sonae Indústria, SGPS, S.A., anunciada a 4 de novembro de 2014, pp. 174 a 182.

⁴⁷ Esta exigência informativa vem prevista no ponto 14 do Anexo I do Regulamento (CE) 809/2004 da Comissão de 29 de abril de 2004.

⁴⁸ V. o prospecto de OPA concorrente geral e voluntária das ações representativas da Espírito Santo Saúde lançada pela Fidelidade – Companhia de Seguros, S.A., (“Fidelidade”), que decorreu durante o período de estágio, p. 42.

⁴⁹ Cfr. *Manual (...) ob. cit.*, p. 521.

3.2 Os fundamentos do dever de lançamento de OPA

Os fundamentos da imposição do dever de lançamento de OPA são apresentados de forma bastante consensual pela doutrina, discutindo-se apenas o mérito e força justificativa que alguns deles possam ter para fundamentar este regime⁵⁰.

Os principais fundamentos, usualmente apontados pela doutrina e de seguida analisados, do regime da OPA obrigatória são: (i) assegurar a igualdade de tratamento dos acionistas; (iii) a repartição do prémio de controlo; (iii) a concessão de um direito de saída aos acionistas minoritários.

3.2.1 O princípio da igualdade de tratamento dos acionistas

O princípio da igualdade está previsto na parte geral do CVM, no art. 15.^o⁵¹ e, especificamente para as ofertas públicas, no art. 112.^o, numa concretização do princípio constitucional da igualdade, segundo o qual se deve tratar o que é igual de forma igual e permitindo o tratamento diferenciado daquilo que é diferente, v.g., categorias de ações diferentes⁵². Este princípio apenas deverá limitar a autonomia privada dentro do necessário para que se evite uma situação arbitrária⁵³.

Em 2009, foi colocada perante o TJUE, no âmbito do caso Audiolum⁵⁴, a questão de saber se existia um princípio geral de direito europeu de igualdade de tratamento dos acionistas minoritários perante uma mudança de controlo, tendo o

⁵⁰ V. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência (...) ob. cit.*, pp. 189 a 215, JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A igualdade de tratamento dos acionistas na OPA*, in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, Ano 2 (março de 2010), vol. 3, pp. 87 a 111, e ANA PERESTRELO DE OLIVEIRA, *ob. cit.*, pp. 596 a 604. Contra a suficiência de alguns dos fundamentos, v.g., a repartição do prémio de controlo e o princípio da igualdade, v. JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, *A OPA Obrigatória*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, pp. 188 a 199 e PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*, in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, Ano 2 (março de 2010), Vol. 3, Almedina, Coimbra, pp. 20 a 23.

⁵¹ Neste subcapítulo quando não for feita referência a outro diploma legal as normas referem-se ao CVM.

⁵² V.g., o preço da oferta pode ser distinto para categorias de ações diferentes, desde que, seja fixado em termos objetivos e representem interesses legítimos do oferentes, conjugação arts. 112.^o e 124.^o/2.

⁵³ V. JOSÉ ENGRÁCIA ANTUNES, *A igualdade (...) ob. cit.*, pp. 87 e ss.

⁵⁴ Processo C-101/08.

tribunal decidido em sentido negativo⁵⁵. Contudo, ao negar a formulação de um princípio geral, o TJUE foi claro ao afirmar a existência de um princípio da igualdade no âmbito das situações expressamente previstas na DdOPA, previsto no seu art. 3.º/1, a).

Afirma o TJUE que, o novo controlador deverá, *“oferecer a todos os acionistas minoritários as mesmas condições que as oferecidas no momento da aquisição de uma participação que lhe conferiu ou reforçou o controlo e implica um direito correspondente de todos os accionistas de venderem as suas acções ao accionista dominante”*⁵⁶.

Da argumentação do TJUE, parece retirar-se que, em sede de OPA obrigatória, vigora um princípio da igualdade, que impõe que todos os acionistas tenham acesso aos mesmos benefícios económicos e ainda que lhes seja garantido um direito de saída.

Como refere MOREDO SANTOS, o princípio da igualdade tem como finalidade *“evitar problemas de agência na relação entre o acionista maioritário e os acionistas minoritários e estabelecer as iniquidades eventualmente suscitadas pela mudança de controlo, colocando todos os accionistas – actuais e passados (na medida em que cederam o controlo) – em situação paritária”*⁵⁷.

O legislador tentou garantir uma igualdade efetiva ao estabelecer normas sobre a fixação da contrapartida, assegurando a concessão de um direito de saída aos restantes acionistas por um valor pelo menos igual aquele que o controlador tenha pago a qualquer acionista pela venda das suas ações nos últimos meses⁵⁸.

⁵⁵ Para mais desenvolvimentos v., FREDERICO MUCCIARELLI, *Equal treatment of shareholders and European Union law – Case note on the Decision “Audiolux” of the European Court of Justice*, in *European Company Financial Law Review*, vol. 7, issue 1, 2010, pp. 158 a 167, e GUSTAVO DE SOUSA BOTELHO, *O direito de exoneração do acionista minoritário*, Almedina, Coimbra, 2014, pp. 75 a 109.

⁵⁶ Cfr. parágrafo 55 do Acórdão Audiolux.

⁵⁷ Cfr. HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência (...) ob. cit.*, p. 193.

⁵⁸ O legislador europeu, deu liberdade para os Estados Membros fixarem um período entre os 6 e os 12 meses, art. 5.º/4 da DdOPA. O legislador português optou por prever o prazo mínimo de 6 meses, art. 188.º/1, a). Sobre a contrapartida, v. JOÃO SOARES DA SILVA, *Mandatory Bid Rule e Alternativa necessária em dinheiro: nota sobre o art. 188.º, 3, do Código dos Valores Mobiliários*, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Inocência Galvão Telles*, vol. IV, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 1031 a

Contudo, no ordenamento jurídico português, é admitida a existência do dever de lançamento de OPA mesmo nos casos em que a obtenção do controlo da sociedade não tem origem na aquisição de ações, não constituindo dessa forma o prémio de controlo condição essencial da aquisição do domínio de uma sociedade, v.g. o controlo adquirido em decorrência da celebração de um pacto parassocial⁵⁹.

Nestes casos não se verifica a necessidade de garantir uma igualdade patrimonial a todos os acionistas, ficando apenas como fundamento do dever de lançamento de OPA a alteração do controlo da sociedade.

Assim, em nosso entender, a necessidade de tratamento igualitário dos acionistas, poderá não ser um fundamento por si só⁶⁰, mas é um pressuposto imanente a todo o regime da ofertas públicas⁶¹, isto é, em qualquer oferta pública terão de ser os destinatários tratados em igualdade de circunstâncias, sendo que nas OPAs, nos casos em que tal se imponha, este princípio é reforçado com a necessidade de garantir uma igualdade de oportunidade económicas aos destinatários da oferta⁶², na medida em que lhes será assegurada a possibilidade de alienação dos seus valores mobiliários nas mesmas condições que foram oferecidas a outros acionistas, alienantes no último semestre, tal como resulta do art. 188.º/1, a).

1054, embora o autor escreva antes da entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 219/2006, que veio alterar a redação do n.º 3 do art. 188 e aditar os números 4 e 5.

⁵⁹ Neste aspeto o legislador português parece ter ido além da DdOPA, uma vez que esta parece apenas fazer referência aos casos em que o controlo é adquirido através de uma aquisição. Neste sentido v.g. o considerando (9), quando prevê que ” [o]s Estados-Membros deverão assegurar essa proteção mediante a imposição ao adquirente que assumiu o controlo de um sociedade o dever de lançar uma oferta” (sublinhado nosso). O próprio TJUE quando se pronunciou apenas fez referência ao controlo alcançado através da aquisição de participações, v.g. parágrafo 55 do acórdão Audiolux.

⁶⁰ Defendendo a não aplicação do princípio da igualdade como fundamento da OPA obrigatória, v. JOÃO PAULO MENEZES FALCÃO, *ob. cit.*, pp. 190 a 192 e PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *ob. cit.*, pp. 22 e 23. Os principais argumentos apresentados são: i) o facto de não serem tidos em consideração os acionistas que venderam nos 6 meses anteriores à oferta; ii) o mercado de controlo societário ser diferente do mercado em que atuam os restantes acionistas, não sendo assim contrário ao princípio da igualdade um tratamento diferente a situações distintas; iii) as operações em causa são estabelecidas fora do âmbito societário, onde é previsto o princípio, uma vez que se realizam entre acionistas.

⁶¹ São várias as normas em que este princípio se concretiza no CVM, v.g., desde logo o art. 112.º, onde é previsto que as ofertas públicas devem ser realizadas em condições que assegurem o igual tratamento aos destinatários, sendo prevista como contraordenação muito grave a violação do mesmo, art. 393.º/2, a).

⁶² V. PAULO CÂMARA, *Manual (...) ob. cit.*, p 648

3.2.2 A repartição do prémio de controlo

O prémio de controlo é definido por MENEZES FALCÃO, como a “*diferença positiva de preço relativamente ao que seria de pagar pela mera soma dos valores das acções individualmente consideradas que integram a posição de controlo*”⁶³. De forma resumida, poderá ser apresentado como o valor a mais face ao valor de mercado das acções que o oferente está na disposição de pagar para assumir o controlo da sociedade.

A ideia da repartição do prémio de controlo está presente no preâmbulo do DL n.º 486/99 de 13 de novembro, n.º 12, que aprovou o CVM, onde se refere que “[o] regime das ofertas públicas de aquisição obrigatórias assenta na ideia geral de que os benefícios da aquisição de domínio sobre uma sociedade aberta devem ser partilhados pelos acionistas minoritários”.

Parece resultar, juntamente com a interpretação de normas do CVM, *maxime* do art. 188.º/1, a), que o legislador português entendeu o domínio como um bem da sociedade (e indiretamente de todos os acionistas), e não exclusivo do detentor do controlo⁶⁴.

A repartição do prémio de controlo possibilita aos acionistas venderem as suas participações por um valor que incorpora esse prémio, aproveitando um benefício económico que, caso contrário, só estaria ao dispor do acionista controlador ou dos acionistas que alienassem as participações necessárias à obtenção do controlo.

Esta corrente tem como fundamentos o princípio da igualdade e a ideia de que o prémio de controlo faz parte do valor global das acções e não apenas das participações do sócio controlador.

⁶³ Cfr. *ob. cit.*, p. 193.

⁶⁴ A ideia do controlo como bem da sociedade surgiu pela primeira vez no trabalho de ADOLPH BERLE e GARDINER MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, (reimpressão), New Jersey, 1991, pp. 216 e 217 e tem vindo a ser seguido e desenvolvido até aos dias hoje pela doutrina, v.g., PAULO CÂMARA, *O Dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo código dos valores mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, 2000, pp. 236 e 237.

Porém não é um aspeto pacífico na doutrina, sendo considerado por alguns autores que estamos perante uma “*socialização*” de um benefício económico que apenas pertence ao acionista controlador⁶⁵.

No nosso ordenamento jurídico, e nos restantes Estados Membros da União Europeia, fruto da DdOPA, a exigência de uma igualdade de tratamento acaba por prevalecer, sendo isso claro, nas normas da fixação da contrapartida do art. 188.º onde a *ratio legis* prevalecente é a de garantir um tratamento justo e igualitário aos destinatários.

Esta ideia tem assento no art. 5.º/4 da DdOPA, onde é previsto como um dos critérios de apuramento da equidade da contrapartida, o preço mais elevado pago pelo oferente ou pessoa em relação com este, dando discricionariedade para os Estados Membros escolherem aquando da sua transposição um período de referência entre os 6 meses e os 12 meses.

Contudo, o prémio de controlo não é uma característica essencial nas OPAs, sendo vários os casos em que poderá não existir para ser distribuído, v.g., quando o dever de lançamento surge devido à celebração de um acordo parassocial ou quando as ações preferenciais sem direito de voto passem a conferir direitos de voto, fruto de não ter sido pago no prazo de dois anos o dividendo preferencial⁶⁶, art. 342.º/3 CSC, e dessa forma seja ultrapassado um dos patamares de direitos de voto constitutivos do dever de lançamento de OPA.

Em suma, o que o regime impõe é que, no caso de existir um benefício económico atribuído a um acionista numa transação que tenha originado alteração de controlo, este seja distribuído a todos os acionistas.

⁶⁵ V. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *Os Casos de Obrigatoriedade do Lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição*, in *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*, Lisboa, Edifisco, 1992, pp. 13 a 17.

⁶⁶ Foi o que aconteceu com as ações da INAPA – Investimentos, Participações e Gestão, S.A. (“INAPA”), detidas pelas várias entidades relacionadas, nos termos do art. 20.º/1, com a Caixa Geral de Depósitos, S.A. (“Caixa Geral de Depósitos”), tal como comunicado ao mercado a 2 de maio de 2014.

3.2.3 A concessão de um direito de saída aos acionistas minoritários

No nosso entender a possibilidade de saída não se funda na premissa de que uma alteração de controlo terá necessariamente efeitos negativos para os restantes acionistas, mas na existência de riscos inerentes ao surgimento de um controlo⁶⁷ que justificam a concessão aos destinatários da oferta da possibilidade de sair, evitando-se que os acionistas e os capitais investidos fiquem “presos” na sociedade, salvaguardando-se a confiança daqueles no mercado e proporcionando a possibilidade do capital ser reinvestido.

A fixação da contrapartida assume, novamente, neste ponto, um papel fundamental, uma vez que a única forma de concretizar e de assegurar a existência de um efetivo direito de saída é a de que a contrapartida oferecida seja equitativa. Caso contrário, a efetividade do direito de saída seria inexistente, bastando ao oferente oferecer um valor irrisório de forma a frustrar o dever de lançamento previsto no art. 187.º.

Alguns autores argumentam que os acionistas têm sempre uma possibilidade de saída através da alienação da sua participação social⁶⁸.

Sem se negar esta evidência, que resulta do princípio geral da transmissibilidade de ações nas S.A., art. 328.º CSC, e que tem total aplicação às sociedades abertas, é importante alertar para as dificuldades que na prática os acionistas de uma sociedade aberta, sem valores mobiliários admitidos à negociação, poderão ter para negociar a sua participação.

O conceito de sociedade aberta, sem valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado, é uma especificidade do direito português e que parece não ir de encontro ao espírito da DdOPA, uma vez que esta se refere a

⁶⁷ Estes riscos já foram apresentados no subcapítulo 3.1.

⁶⁸ V. por todos, PAULO CÂMARA, *O Dever (...) ob. cit.*, pp. 233 e 234.

sociedades *com pelo menos uma parte dos seus valores mobiliários admitidos à negociação*⁶⁹.

O sistema da OPA obrigatória no direito português, ao ser delimitado pelo conceito de sociedade aberta, poderá levar a situações em que não exista mercado regulamentado no qual possam ser negociadas as participações, situação que dificultará a possibilidade de saída dos acionistas minoritários.

Nesta situação, em nossa opinião, não poderá ser afirmado que a saída pelo mercado protege de forma suficiente os interesses dos acionistas minoritários, pois, no limite, poderá não existir um mercado para negociar aquelas participações.

Mesmo nos casos em que a sociedade aberta tenha os seus valores mobiliários admitidos à negociação, existem duas questões que devem ser salientadas: a reduzida liquidez do mercado, e a eficiência deste na incorporação de nova informação sobre essa possível alteração de controlo.

O simples facto de uma sociedade ter os seus valores mobiliários admitidos à negociação não é garantia de saída para um acionista, uma vez que estará sempre sujeito às condições de mercado, pois não existindo procura por aquele título não existe possibilidade de saída.

Nos casos em que o mercado em geral ou o título em particular se caracterize por uma reduzida liquidez estas dificuldades agravam-se. O agravamento destas circunstância poderá ser causado, *v.g.*, pela concentração das participações num acionista controlador.

O legislador português atribui à falta de liquidez o efeito presuntivo de não se considerar como equitativa a contrapartida determinada com base nesse critério, art. 188.º/ 3, b).

Uma das principais características do mercado de valores mobiliários é a eficiência na incorporação da informação, sendo as regras da contrapartida

⁶⁹ Cfr. considerando (2) da DdOPA.

mínima fundamentais para assegurar uma possibilidade de saída aos acionistas minoritário, sem que estes tenham de assumir um prejuízo resultante da alteração de controlo.

Imaginemos a situação em que o mercado, ao avaliar o novo controlador, incorpora a informação no sentido de que o mesmo será negativo para o futuro da sociedade. Essa informação terá impacto negativo na cotação de mercado das ações, o que faz com que a única saída possível dos acionistas, a alienação da participação social, obrigue necessariamente a que estes assumam um prejuízo que resulta diretamente da alteração de controlo.

3.2.4 Síntese conclusiva

Apresentados e ponderados os riscos inerentes ao estabelecimento de um novo controlo e os fundamentos da OPA obrigatória é possível concluir que estes se aglutinam em redor da ideia de proteção dos investidores e, em última análise, do mercado em geral.

No nosso entender, não se pretende garantir o interesse de um conjunto de determinados acionistas, mas antes assegurar uma tutela adequada dos acionistas minoritários, enquanto investidores no mercado de capitais.

A confiança dos investidores no mercado é condição de sucesso e de existência deste, concordando-se com PAIS DE VASCONCELOS quando aponta razões pragmáticas e éticas como fundamentos da proteção dos investidores, concluindo que “[a] confiança que estes investidores anónimos depositam no mercado é crucial para o seu êxito: frustradas as legítimas expectativas dos investidores e instalada uma desconfiança generalizada na sua fiabilidade e seriedade, o mercado entra em colapso”⁷⁰.

Na realidade, situações em que o acionista acabe por ficar “preso” numa sociedade terá um efeito negativo sobre a sua confiança no mercado, podendo ser

⁷⁰ Cfr. *ob. cit.*, p. 13.

razão suficiente para que este não volte a contribuir com as suas poupanças para o funcionamento daquele. Para além do mais, serão capitais desnecessariamente “congelados” que poderiam ser reinvestidos no mercado.

Com isto se pretende afirmar que a tutela da proteção dos investidores, *maxime*, a sua confiança, é fundamental como forma de proteção do mercado.

Porém, se em termos gerais se defende que o sistema de OPA obrigatória protege melhor os interesses dos acionistas⁷¹, também é verdade que poderá trazer algumas desvantagens, v.g., a diminuição do efeito da OPA como mecanismo preventivo de uma incorreta atuação por parte dos membros do conselho de administração⁷².

3.3 A diretiva das OPAs

A Diretiva 2004/25/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho de 21 de abril de 2004, como já referido, foi o resultado de um longo período negocial. Esta diretiva teve como finalidade principal a de proceder a uma harmonização das regras aplicáveis às OPAs, eliminando barreiras às aquisições no espaço europeu, contribuindo desse modo para um *level playing field* importante para a dinamização do mercado de controlo societário europeu.

A escolha recaiu sobre a utilização de uma técnica de harmonização mínima, caracterizando-se esta diretiva pelo elevado espaço de discricionariedade que é dado aos Estados Membros na sua transposição⁷³.

⁷¹ Apesar da proteção dos acionistas minoritários e do desenvolvimento do mercado de controlo societário, não serem finalidades antagónicas, são de equilíbrio difícil, neste sentido, v. THOMAS PAPADOPULOS, *The mandatory provisions of the Takeover Bid Directive and their deficiencies*, in *Law and Financial Markets Review – LFMR*, vol. 1, n.º 6, 2007, pp. 525 a 533.

⁷² V. EDDY WYMEERSCH, *ob. cit.*, pp. 12 a 15.

⁷³ Esta opção é criticada por PAPADOPOULOS, considerando este autor que a proteção conferida pela diretiva acaba por ser enganadora, uma vez que conjugando o espaço de discricionariedade que é dado ao Estados Membros e a faculdade *opt in, opt out*, a proteção acabará por ser opcional ou inaplicável, *ob. cit.*, em especial, p. 531. Em sentido oposto, defendendo que a estratégia de ser previsto um mecanismo *opt in, opt out* foi um sucesso e é desejável, uma vez que elimina a maior parte dos custos que poderiam surgir na transposição da diretiva, tendo em consideração as diferenças que existem nas várias ordens jurídicas da UE, v. JOSEPH A. MCCAHERY e ERIK P.M VERMEULEN, *Does the Takeover Bids Directive*

Esta característica é visível no que mais interessa, no âmbito deste trabalho, na margem que é concedida aos Estados Membros quanto à definição do que se entende por controlo, v.g., na fixação da percentagem dos direitos de voto que conferem o controlo, quanto às regras de imputação dos direitos de voto e na possibilidade de serem previstas derrogações e dispensas pelos Estados Membros, respetivamente, arts. 5.º/3 e 4.º/5 da DdOPA⁷⁴⁻⁷⁵.

Do conteúdo da DdOPA há que destacar, a consagração do regime da OPA obrigatória, arts. 4.º/5 e 5.º, a regra da neutralidade do órgão de administração da sociedade visada, art. 9.º⁷⁶, a não oponibilidade de restrições em matéria de transmissão de valores mobiliários e direitos de voto, art. 11.º e o regime da aquisição e alienação potestativa, arts. 15.º e 16.º⁷⁷.

Tendo em consideração a delimitação do objeto de estudo assumida no âmbito deste trabalho, a análise da DdOPA incidirá apenas sobre os princípios gerais⁷⁸ e o regime da OPA obrigatória, com especial ênfase na aquisição do controlo e nas derrogações ao dever de lançamento de OPA⁷⁹.

No que importa agora analisar e sem prejuízo da relevância dos demais, cumpre destacar o princípio geral de igualdade de tratamento dos acionistas e o princípio geral de proteção dos acionistas minoritários mediante o estabelecimento de um

Need Revision?, Tilburg Law School Legal Studies, School Research Paper n.º 005/2010, 2010, em especial, pp. 10 a 12.

⁷⁴ Neste subcapítulo quando não for feita referência a outro diploma legal as normas referem-se à DdOPA.

⁷⁵ V. JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Ofertas Públicas de Aquisição (Regime Europeu e Português)*, in, *Estudos em Homenagem ao Prof. Jorge Figueiredo Dias*, vol. IV, Studia Iuridica, n.º 101, Coimbra Editora, Coimbra, 2010, p. 986.

⁷⁶ Sobre a transposição da diretiva no que toca à limitação dos poderes do órgão de administração da sociedade visada, v. ORLANDO VOGLER GUINÉ, *A Transposição da Diretiva 2004/25/CE e a Limitação dos Poderes do Órgão de Administração da Sociedade Visada*, in Caderno dos Valores Mobiliários n.º 22, dezembro de 2005.

⁷⁷ V. ANA SÁ COUTO, *Breve Comentário à Transposição da Directiva das OPA*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 25, Dezembro, 2006, pp. 70 a 78.

⁷⁸ Os princípios gerais que devem ser respeitados pelos Estados Membros na transposição estão previstos no art. 3.º, sendo os mesmos um mínimo previsto pelo legislador europeu, podendo os Estados Membros ir mais além, densificando e prosseguindo com maior intensidade, os interesses que os mesmos visam tutelar, tal como disposto no art. 3/2º. Para mais desenvolvimentos, v. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *OPAs (...) ob. cit.*, pp. 938 a 940.

⁷⁹ A análise do regime previsto na diretiva para as derrogações será tratada mais à frente no capítulo 4.

(novo) controlo, previstos respetivamente, no art. 3.º/1 a) primeira parte e no art. 3.º/1, a) *in fine* e b).

Estes princípios concretizam-se, desde logo, na ideia da necessidade de proteção dos acionistas minoritários face a uma alteração de controlo, tanto na previsão de uma igualdade, v.g. de oportunidades ao nível dos benefícios económicos, como através da concessão de uma possibilidade de saída a um preço equitativo⁸⁰.

Nas palavras de MCCAHERY e VERMEULEN, “*the equal treatment principle requires that an acquirer offer minority shareholders the opportunity to exit the company on terms no less favorable than offered to the majority shareholders who sold a large block of shares*”⁸¹.

É assim com o objetivo de tutelar a proteção dos acionistas minoritários, após uma mudança de controlo, que surge a regra da OPA Obrigatória, sendo prova disso mesmo a epígrafe, “[p]roteção dos acionistas minoritários; oferta obrigatória; preço equitativo”, e a letra do artigo 5.º/1.

Esta norma prevê que seja lançada uma oferta pública geral e obrigatória por quem adquira o controlo da sociedade, conferindo dessa forma uma oportunidade de saída, a um preço equitativo, aos acionistas minoritários.

Neste mesmo sentido se pronunciou o TJUE, no acórdão Audiolum, ao referir que “o art. 5.º impõe a obrigação de lançar uma oferta obrigatória ao acionista que adquiriu o controlo de uma sociedade”⁸².

A DdOPA não concretiza o que será de entender por controlo, limitando-se a referir que este decorre da detenção de uma participação que permita ao acionista “*dispor do controlo*” da sociedade, deixando aspetos como a percentagem de direitos de voto que deverão ser imputados ao acionista de forma a poder ser

⁸⁰ Como já *supra* identificado esta parece ser a interpretação que o TJUE faz dos princípios gerais enunciados na diretiva das OPAs, cfr. parágrafo 55 do acórdão Audiolum.

⁸¹ Cfr. JOSEPH A. MCCAHERY e ERIK P.M. VERMEULEN, *ob. cit.*, p. 8, no mesmo sentido, v. THOMAS PAPADOPOULOS, *ob. cit.*, p. 526.

⁸² Cfr. parágrafo 47 do acórdão AudioLux.

considerado como controlador ou a fórmula de cálculo dos direitos de voto, ao critério dos Estados Membros art. 5.º/3⁸³.

Em suma, a Diretiva, em resultado da técnica da harmonização mínima escolhida, optou por se limitar a prever princípios gerais, deixando a sua concretização a cabo dos Estados Membros. Todavia, procurou salvaguardar o respeito pelos mesmos ao prever expressamente o dever dos Estados Membros assegurarem os requisitos mínimos previstos na diretiva, apenas lhes dando liberdade para estabelecerem normas que defendam de forma mais intensa esses princípios, art. 3.º/2.

3.4 O direito português

Vejamos, agora, o caso português.

No nosso ordenamento jurídico, a figura da OPA obrigatória surgiu pela primeira vez no CSC de 1986⁸⁴, no seu art. 313.º. Esta norma apenas consagrava a figura da OPA prévia, que se concretiza na obrigatoriedade de utilizar o processo de OPA como via processual necessária para adquirir um determinado conjunto de ações.

Esta situação foi alterada pelo CdMVM de 1991, diploma este já influenciado pelas propostas existentes à data da DdOPA.

O CdMVM manteve a previsão das OPAs prévias no art. 527.º/1, a) e c), mas aditou as OPAs obrigatórias subsequentes, onde se previa o dever jurídico de lançamento de OPA obrigatória a quem ultrapassasse metade dos direitos de voto de uma sociedade, tal resulta da conjugação do art. 527.º/1, b) com o art. 528.º.

⁸³ Os patamares de controlo previstos pelos Estados Membros estão disponíveis nas pp. 11 a 13, do Public Statement da ESMA, *Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive – 1st update*. Para uma apresentação mais desenvolvida dos regimes dos vários Estados Membros v., SILJA MAUL, DANIELE MUFFAT- JEANDET e JOËLLE SIMON (coord.), *Takeover Bids in Europe*, Memento Verlag, Freiburg, 2008.

⁸⁴ Para uma análise mais detalhada da evolução histórica do regime da OPA obrigatória, v. JORGE BRITO PEREIRA, *ob. cit.*, pp. 52 a 71.

O CVM consagra apenas a figura da OPA obrigatória subsequente estando o dever de lançamento previsto no art. 187.^{o85}. No que agora releva, prevê o artigo que:

“1. Aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, diretamente ou nos termos do n.º1 do art. 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmem direito à sua subscrição ou aquisição.

2. Não é exigível o lançamento da oferta quando, ultrapassado o limite de um terço, a pessoa que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com esta em relação de grupo”.

Face à parte final do art. 187.º/2, é ainda importante ter presente o art. 21.º onde se prevê o que entende o legislador por relações de domínio ou de grupo⁸⁶:

“1. Para efeitos deste Código, considera-se relação de domínio a relação existente entre uma pessoa singular ou colectiva e uma sociedade quando, independente de o domicílio ou a sede se situar em Portugal ou no estrangeiro, aquela possa exercer sobre esta, direta ou indiretamente, uma influência dominante.

2. Existe, em qualquer caso, relação de domínio quando uma pessoa singular ou colectiva:

- a) Disponha da maioria dos direitos de voto;*
- b) Possa exercer a maioria dos direitos de voto, nos termos de acordo parassocial;*
- c) Possa nomear ou destituir a maioria dos titulares dos órgãos de administração ou de fiscalização”.*

Identificadas as normas legais, é necessário analisar os elementos constitutivos da previsão do dever de lançamento de OPA, assim como indicar os seus efeitos.

⁸⁵ Neste subcapítulo quando não for feita referência a outro diploma legal as normas referem-se ao CVM.

⁸⁶ No âmbito deste trabalho não trataremos das relações de grupo, focando-nos apenas nas restantes situações que poderão dar origem ao domínio, leia-se, assunção de uma influência significativa na sociedade.

3.4.1 Os elementos constitutivos da previsão do dever de lançamento de OPA

A previsão do dever de lançamento de OPA é uma previsão complexa. O legislador começa por delimitar o âmbito subjetivo da norma, as sociedades abertas, seguindo-se a previsão de um pressuposto formal, a detenção de um terço ou de metade dos direitos de voto da sociedade imputáveis segundo os critérios previsto no art. 20.º.

A estes elementos previstos no art. 187.º/1, acresce ainda um pressuposto material justificativo da imposição do dever de lançamento de OPA: a obtenção do controlo da sociedade ou, como concretizado pelo legislador, o exercício, direto ou indireto, de uma influência dominante na sociedade, art. 21.º/1.

3.4.1.1 A participação em sociedade aberta

A qualificação de uma sociedade como tendo o capital aberto ao investimento público, “sociedade aberta”⁸⁷, depende da verificação de uma das situações do elenco taxativo previsto no art. 13.º ou no art. 204.º do CIRE, e que não tenha sido requerida a perda dessa qualidade, através de requerimento apresentado junto da CMVM, com um dos fundamentos previstos no art. 27.º. A eficácia da perda de qualidade de sociedade aberta dá-se com a publicação da decisão favorável da CMVM, art. 29/1.⁸⁸

No âmbito deste trabalho, não se tratará do conceito de sociedade aberta⁸⁹. Cumprе, somente, salientar o facto de o regime da OPA obrigatória ser aplicável apenas às sociedades abertas, ficando assim de fora a sua aplicação às sociedades

⁸⁷ Cfr. art. 7.º do Decreto Preambular do Decreto-Lei n.º 486/99 de 13 de novembro, onde é prevista a substituição em qualquer lei ou regulamento das expressões sociedade de subscrição pública e de sociedade com subscrição pública, pela expressão de sociedade com o capital aberto ao investimento público, “sociedade aberta”.

⁸⁸ V.g., o requerimento apresentado pela Tagus, em 4 de setembro de 2012, para a perda de qualidade de sociedade aberta da Brisa na sequência de OPA geral e obrigatória lançada sobre as ações representativas do capital social da Brisa, anunciada a 29 de março de 2012.

⁸⁹ Nesta temática, v. ANTÓNIO PEREIRA DE ALMEIDA, *Sociedades Abertas* in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, pp. 9 a 49, e PAULA COSTA SILVA, *Sociedade Aberta, Domínio e Influência Dominante* in *Direitos dos Valores Mobiliários*, vol. VIII, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 325 a 342.

fechadas e o facto de o conceito ser uma especificidade do nosso ordenamento jurídico.

É importante reforçar a ideia da existência de sociedades abertas que não têm os seus valores mobiliários admitidos à negociação, tal como resulta do art. 187.º/4, sendo que a admissão à negociação depende sempre da apresentação de requerimento e de decisão da entidade gestora do mercado regulamentado, art. 205.º e arts. 227.º e ss⁹⁰.

3.4.1.2 O pressuposto formal

A previsão normativa refere de seguida dois patamares formais⁹¹, a detenção de mais de um terço ou de metade dos direitos de voto, calculados nos termos do art. 20.º.

Desta primeira afirmação são dois os aspetos relevantes a retirar.

Em primeiro lugar, estamos perante patamares cumulativos, ou seja, o dever de lançamento de OPA surge na esfera jurídica do oferente, quando este ultrapassa o patamar de um terço dos direitos de voto e surgirá novamente *se e quando* o oferente ultrapassar o segundo patamar, metade dos direitos de voto⁹².

⁹⁰ A lista de mercados regulamentados foi aprovada pela portaria n.º 556/2005, de 27 de junho. A Euronext Lisbon – Sociedade Gestora de Mercados Regulamentados, S.A., é a entidade gestora do mercado de cotações oficiais.

⁹¹ Este pressuposto também pode ser denominado por pressuposto quantitativo, v. VÍTOR PEREIRA NEVES, *Delimitação dos Votos Relevantes para Efeitos de Constituição e de Exigibilidade do Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição*, in *Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida* (org. LEBRE DE FREITAS), vol. I, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 716 a 743.

⁹² Sendo esta a razão pela qual, quando estamos perante uma OPA geral e voluntária, seja costume o oferente colocar como condição de lançamento a declaração de derrogação por parte da CMVM, nos termos do art. 189.º/1. *V.g.*, o ponto 14 ii), do anúncio preliminar de lançamento de oferta pública geral e voluntária de aquisição de ações representativas do capital social da PT SGPS, divulgado pela Terra Peregrin – Participações SGPS, S.A. (“Terra Peregrin”), divulgado a 9 de dezembro de 2014. Da experiência prática no DMEI, foi possível concluir que tem sido entendimento da CMVM, que uma condição deste tipo não é admissível, uma vez que a CMVM não estará habilitada, em momento prévio ao apuramento de resultados, a emitir o ato administrativo de derrogação do dever de OPA obrigatória. A prática deste ato administrativo está sempre dependente da verificação de que o oferente adquiriu efetivamente o controlo, não houve um tratamento diferenciado entre acionistas e foram respeitadas as regras da OPA obrigatória, *v.g.*, a oferta ser geral e a contrapartida respeitar o previsto no art. 188.º. Recentemente no anúncio preliminar de lançamento de OPA geral e voluntária de ações representativas do capital social do Banco BPI, S.A. (“BPI”) anunciado pelo CaixaBank S.A. (“CaixaBank”) a 17 de fevereiro de 2015, não foi, e bem, qualificada a concessão da derrogação como condição de lançamento,

O legislador português entendeu, e bem, que será possível a um participante, dependendo da estrutura acionista da sociedade, exercer uma influência dominante sobre esta detendo menos de metade dos direitos de voto mais uma ação. Esta é a justificação da previsão do patamar de um terço dos direitos de voto⁹³, sendo esta, em nosso entender claramente acertada, uma vez que em resultado do absentismo dos acionistas, não será necessário controlar mais de metade dos votos para exercer uma influência significativa sobre a sociedade⁹⁴.

Em segundo lugar, o cômputo dos direitos de voto para verificação dos patamares deverá ser realizado nos termos do art. 20.º.

A imputação dos direitos de voto é um aspeto que tem suscitado a atenção da doutrina, mas que continua a levantar bastantes dúvidas. Iremos apenas apresentar as principais questões que se levantam na imputação de direitos de voto para efeitos do dever de lançamento de OPA, não sendo possível, face à complexidade do tema e ao âmbito deste trabalho, proceder a análise mais detalhada⁹⁵.

apenas se fazendo referência à conformidade com os pressupostos legais para que beneficie da derrogação, cfr. p. 13 do anúncio preliminar. Importante é notar que embora a condição não seja aceite, tanto o registo da oferta como a referência no prospecto à conformidade da oferta com as regras da OPA obrigatória, servem como sinalização quer para o mercado quer para os acionistas da sociedade visada de que, salvo situações excepcionais, como seria o caso de o oferente na pendência da oferta adquirir ações a um valor superior ao oferecido na contrapartida, a derrogação será concedida. *V.g.*, a referência na adenda ao prospecto da OPA concorrente geral e voluntária, lançada pela Fidelidade sobre a Espírito Santo Saúde, que decorreu durante o período de estágio, pp. 3 e 4.

⁹³ O legislador admite no entanto a prova negativa de domínio, considerando assim a doutrina que este patamar é uma presunção ilidível de controlo, art. 187.º/2, podendo ainda este patamar ser suprimido pelos estatutos da sociedade, art. 187.º/5.

⁹⁴ *V.g.*, a deliberação dos acionistas da PT SGPS, sobre a venda da totalidade das participações sociais da PT Portugal, SGPS, S.A. pela Oi, S.A., à Altice, S.A., no dia 22 de janeiro de 2015, em que apesar de todo o mediatismo que rodeou esta Assembleia Geral e da sua importância para a sociedade, apenas se encontrava presente ou representado 44% do capital social com direito de voto.

⁹⁵ Sobre este tema, v. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado dos Valores Mobiliários*, n.º 7, 2000, pp. 163 a 193, PAULA COSTA SILVA, *A imputação dos direitos de voto na oferta pública de aquisição*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 403 a 441, JOÃO MATTAMOUROS RESENDE, *A Imputação de Direitos de Voto no Mercado de Capitais*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2010, VÍTOR PEREIRA NEVES, *A Natureza Transitiva dos Critérios de Imputação de Direitos de Voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *Estudos Comemorativos da Faculdade de Direito da Universidade Nova*, vol. II, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 507 a 541, VÍTOR PEREIRA NEVES, *Delimitação (...) ob. cit.*, pp. 711 a 754, e HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência (...) ob. cit.*, em especial, pp. 327 a 504.

O legislador optou por um conjunto de regras unitárias de imputação dos direitos de voto para os vários objetivos que se visa tutelar⁹⁶, utilizando o art. 20.º, que tem na sua origem a transposição da diretiva da transparência⁹⁷ em vários outros institutos, com objetivos e dinâmicas bastante diferentes da transparência, v.g.⁹⁸: a constituição do dever de lançamento de OPA art. 187.º/1, a delimitação subjetiva no âmbito das ofertas concorrentes art. 185.º/3⁹⁹ e o regime de aquisição tendente ao domínio total¹⁰⁰.

A opção do legislador por este sistema é explicada no Relatório Final de Consulta Pública n.º 11/2005 sobre o Anteprojecto de Diploma de Transposição da Diretiva das OPAs, onde é considerado que a bipartição do regime de imputação dos direitos de voto, “*lograria destruir a unidade sistemática do Código dos Valores Mobiliários e implicaria, simultaneamente, um retrocesso*

⁹⁶ Nos ordenamentos jurídicos estrangeiros é possível observar soluções distintas. A opção do legislador alemão foi a de prever no § 30 da *Wertpapiererwerbs und Übernahmegesetz*, a imputação de direitos de voto para efeitos de OPA e no § 22 da *Wertpapierhandelsgesetz*, os critérios de imputação de direitos de voto para efeitos de transparência, apesar de ao comparar a letra da lei ser possível concluir que as normas são muito parecidas entre si. Esta era a opção do legislador português tanto quando as ofertas públicas estavam reguladas no CSC, arts. 447.º e art. 448.º no que toca à divulgação de participações qualificadas e art. 314.º para regras sobre OPA, bem como no CdMVM, art. 345.º e 346.º relativos à divulgação de informação e art. 530.º para efeitos de OPA. Sobre esta evolução legislativa v., HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência (...) ob. cit.*, pp. 356 a 361.

⁹⁷ A imputação de direitos de voto é um tema tratado ao nível da União Europeia, surgindo pela primeira vez na Diretiva 88/627/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 12 de dezembro de 1988, concretamente no seu art. 7.º, vindo esta diretiva a ser revogada pela diretiva 2001/34/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de maio de 2001, que por sua vez viria a ser revogada pela Diretiva 2004/109/CE, conhecida como a Diretiva da Transparência, que trata, v.g., no seu art. 10.º dos critérios de imputação dos direitos de voto. Atualmente encontram-se a decorrer os trabalhos de transposição da diretiva 2013/50 UE, que veio alterar a Diretiva da Transparência e levará a algumas modificações no que toca à imputação dos direitos de voto. Por último referir também que a DdOPA contém duas disposições relevantes no que toca aos critérios de imputação de direitos de voto, o art. 2.º/1, d) e n.º 2 onde é definido o que se entende por atuação em concertação e o art. 5.º/3, onde remete para a regulamentação do Estado-Membro a definição da percentagem de direitos de voto que confere o controlo, bem como a fórmula do respetivo cálculo. Importante é também consultar o *Public Statment* da ESMA, *Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, onde é consagrada uma “white list” de atividades em que a cooperação “will not, in and of itself, lead to a conclusion that the shareholders are acting in concert”.

⁹⁸ Sobre as várias remissões previstas no CVM para o regime da imputação de direitos de votos do art. 20.º, v. JOÃO SOARES DA SILVA, *Alguma Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, Abril, 2007, pp. 55 e 56.

⁹⁹ V. MIGUEL STOKES, *ob. cit.*, pp. 10 a 22.

¹⁰⁰ V. VÍTOR PEREIRA NEVES, *A Natureza (...) ob. cit.*, pp. 507 a 541.

em direcção à lógica constante do Código do Mercado de Valores Mobiliários”¹⁰¹.

Ainda que reconhecendo que as finalidades do dever de comunicação¹⁰² e do dever de lançamento de OPA¹⁰³ são diferentes, considera-se que o pressuposto de base será o mesmo, a imputação ao participante dos votos por ele influenciáveis ou influenciados, e que se fosse admitida a imputação para um instituto e não para o outro tal resultaria no *“reconhecimento da falência do pressuposto de base como pedra angular do esquema de imputação de direitos de voto”*¹⁰⁴.

Os resultados da imputação, tendo em consideração os diferentes fins de cada instituto, seriam corrigidos através de mecanismos previstos no CVM, sendo de destacar no âmbito da OPA obrigatória a prova negativa de domínio prevista no art. 187.º/2.

Apesar do foco no nosso trabalho estar no dever de lançamento de OPA, e na imputação de direitos de voto nesse campo, é importante salientar a importância de ser prestada informação quanto aos direitos de voto que já serão imputáveis ao oferente, devendo tal informação constar no anúncio preliminar, art. 176.º/1, f)¹⁰⁵, no anúncio de lançamento, art. 183.º/1, i)¹⁰⁶, e nos prospectos de OPA, art. 138.º/1, c), d), e), f), i) e j)¹⁰⁷.

A imputação de direitos de votos diz-se direta quando o participante detenha a titularidade ou o usufruto dos direitos de voto, proémio do art. 20.º/1, sendo

¹⁰¹ Cfr. *Relatório Final da Consulta Pública n.º 11/2005 sobre Anteprojecto de Diploma de Transposição da Directiva das OPA*, p. 2

¹⁰² “*visam assegurar a todos os investidores o conhecimento de um facto que, devido às repercussões na estrutura accionista e inerentes relações de poder dentro da sociedade, é essencial na toma de decisões de investimento ou de desinvestimento*”, cfr. *Relatório Final (...) cit.*, p. 2.

¹⁰³ “*justifica-se com a tutela do direito de saída dos accionistas minoritários em caso de alteração da estrutura de controlo da sociedade*”, cfr. *Relatório Final (...) cit.*, p. 2.

¹⁰⁴ Cfr. do *Relatório Final (...) cit.*, p. 2.

¹⁰⁵ Cfr. o ponto 6 do anúncio preliminar da OPA geral e obrigatória de ações, representativas do capital social da Futebol Clube do Porto – Futebol, SA, (“OPA da FC. Porto, SAD”), divulgado em 2 de outubro de 2014 e que decorreu durante o período de estágio.

¹⁰⁶ Cfr. o ponto 5 do anúncio de lançamento da OPA da FC. Porto, SAD, divulgado a 4 de dezembro de 2014.

¹⁰⁷ Cfr. o prospecto da OPA da FC. Porto, SAD, divulgado a 4 de dezembro de 2014, pp. 32 a 36.

qualificada como indireta quando decorre de algum dos critérios de imputação previstos nas alíneas do art. 20.º.

Utilizando a sistematização e qualificação apresentada por FERREIRA DE ALMEIDA, as participações indiretas podem ainda ser qualificadas tendo em consideração o seu fundamento em: (i) fundamentos relacionais societários, alíneas b) e d); (ii) fundamentos contratuais quanto à titularidade de ações que conferem direito de voto, alíneas a), e), h) e números 4 e 5; (iii) fundamentos contratuais apenas quanto ao exercício do voto, alíneas c), f) e g) e (iv) imputação combinada, nos termos da alínea i) ¹⁰⁸.

No que toca à aplicação do regime de imputação dos direitos de voto para cômputo dos patamares previsto no art. 187.º, existem dois entendimentos distintos na doutrina portuguesa.

Certos autores têm um entendimento mais formal ¹⁰⁹, sendo que parte relevante da doutrina tem vindo a entender, recentemente, que a interpretação deverá ser dinâmica e integrada no instituto para que é remetida a aplicação da imputação dos direitos de voto, tendo assim, nas palavras de NEVES, em consideração “[a] natureza transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto” ¹¹⁰.

As interpretações concordam, todavia, que a lógica subjacente à imputação de voto prevista no art. 20.º é a de imputar a um participante todos os direitos de voto por ele detidos ou sobre os quais possa influenciar o seu exercício ¹¹¹.

A primeira corrente doutrinária considera que no art. 20.º o legislador optou pela técnica de ficções legais ¹¹², sendo os direitos de voto imputados sempre que seja

¹⁰⁸ V. OPA (...) ob. cit., pp. 4 a 7.

¹⁰⁹ V. por todos, PAULO CÂMARA, *Manual (...) ob. cit.*, pp. 520 a 528.

¹¹⁰ V. por todos, A Natureza (...) ob. cit., pp. 507 a 541 e *Delimitação (...) ob. cit.*, pp. 711 a 754.

¹¹¹ V. CARLOS OSÓRIO DE CASTRO, *A imputação (...) ob. cit.*, p.167.

¹¹² Para uma discussão e apresentação mais aprofundada das várias opiniões da doutrina sobre a qualificação como ficção legal, presunções absolutas ou presunções relativas contrapor, HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência (...) ob. cit.*, pp. 374 a 377, com JOSÉ PEDRO FAZENDO MARTINS, *Operações sobre Instrumentos Derivados, Imputação de Direitos de Voto e Contrapartida da Oferta Pública de Aquisição*, in *Direito Comercial e das Sociedades: Estudos em Memória do Professor Doutor Paulo M. Sendim*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2012, p. 137 a 144. O primeiro autor acaba por concluir estarmos perante presunções relativas e o segundo opta por defender a existência de ficções legais.

considerado que alguém tem a capacidade de influenciar o exercício desses direitos, independentemente do instituto para o qual remete o artigo 20.º, privilegiando e dando maior ênfase à segurança jurídica. Para CÂMARA, “a técnica utilizada faz uso de ficções legais que têm na sua base um perigo de influência no exercício de direito de voto que, perante o concreto juízo subsuntivo, não pode ser refutado”¹¹³.

COSTA E SILVA considera que o art. 20.º “cria uma série de ficções legais pelo que, apesar da anomalia do resultado, não poderá ele ser evitado pelo intérprete”¹¹⁴, considerando, contudo, que qualquer interpretação casuística sobre o controlo dos direitos de voto colide com o texto da lei e com o que poderá ter sido a intenção do legislador: impedir litígios em torno da apreciação *in casu* da imputação¹¹⁵. Esta autora conclui que deveria ter sido utilizada a técnica das presunções e não a das ficções, defendendo ainda que “a interpretação que se fizer do art. 20.º tem de atender ao contexto dessa interpretação. E este é o da constituição de uma obrigação que pressupõe o domínio”¹¹⁶.

CÂMARA parece também admitir a necessidade de ter em consideração os fundamentos jurídicos do instituto em concreto a que se aplica o art. 20.º, ao referir que apesar da rigidez do sistema e de considerar que estamos perante uma “estatuição assente em ficções legais [...]. Tal não dispensa, em todo o caso, a actividade interpretativa, segundo os cânones gerais, na ponderação da teleologia do art. 187.º CVM e dos interesses em jogo”¹¹⁷.

A segunda corrente doutrinária parte da ideia de que a perspetiva deve ser dinâmica, tendo o legislador utilizado a técnica de presunções legais relativas, obrigando as normas de interpretação previstas no art. 9.º do CC¹¹⁸ que a “seleção final dos direitos de voto potencialmente relevantes não pode prescindir

¹¹³ Cfr. *Manual (...) ob. cit.*, p. 522.

¹¹⁴ Cfr. *A imputação (...) ob. cit.*, p. 438.

¹¹⁵ Cfr. *A imputação (...) ob. cit.*, pp. 438 e 439.

¹¹⁶ Cfr. *A imputação (...) ob. cit.*, p. 439.

¹¹⁷ Cfr. *Manual (...) ob. cit.*, p. 526.

¹¹⁸ Sobre a interpretação das normas, v. JOÃO BAPTISTA MACHADO, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, 16.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, 2007.

da consideração concretizadora dos fins especificamente prosseguidos por cada uma das normas em causa e, bem assim, do contexto em que tais normas se integram”¹¹⁹, devendo-se ter sempre presente o elemento teleológico do dever de lançamento de OPA, a obtenção do domínio da sociedade¹²⁰.

Neste sentido afirma FERREIRA DE ALMEIDA, “[a] imputação *prima facie* não impede necessariamente, para efeitos de OPA obrigatória, a faculdade de ilidir a presunção através da demonstração de que o fator de imputação, considerado em abstrato, não confere, em concreto, efetivo poder, de direito ou de facto, no exercício do voto, nem possibilidade de o influenciar”¹²¹.

Esta posição defende assim que apenas devem ser considerados no âmbito do dever de lançamento de OPA, os direitos de voto detidos pelo participante com um grau de intensidade tal que lhe permitam através dos mesmos exercer uma influência significativa sobre a sociedade¹²². São vários os exemplos apresentados na doutrina de situações em que os critérios de imputação poderão ser ilidíveis para efeitos de dever de lançamento de OPA¹²³.

Confrontando as duas posições, a principal diferença está na possibilidade que é concedida na segunda de, na conjugação do art. 20.º com o art. 187.º/1, ser realizado um juízo interpretativo quanto à admissibilidade da imputação para efeitos de OPA obrigatória, v.g., analisando e questionando se a intensidade do controlo sobre o exercício dos direitos de voto será suficiente para que o detentor dos direitos de voto consiga exercer de modo efetivo o domínio sobre a sociedade. Caso a resposta seja negativa, esses direitos de voto ter-se-ão por relevantes para efeitos de transparência, art. 16.º, mas não para efeitos de obrigatoriedade de lançamento de OPA.

¹¹⁹ Cfr. VÍTOR PEREIRA NEVES, *Delimitação (...) ob. cit.*, p. 713.

¹²⁰ A aquisição de domínio, como será desenvolvida de seguida, constitui o pressuposto material do dever de lançamento de OPA

¹²¹ Cfr. OPA (...) *ob. cit.*, pp.7 e 8.

¹²² V. VÍTOR PEREIRA NEVES, *Delimitação (...) ob. cit.*, p.724.

¹²³ V. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *Opa (...) ob. cit.*, p. 11, VÍTOR PEREIRA NEVES, *Delimitação (...) ob. cit.*, pp. 712 a 754 e HUGO MOREDO SANTOS, *Transparência (...) ob. cit.*, em especial, pp. 415 a 493, abordando cada um dos critérios de imputação individualmente e a sua relevância quer para efeitos de transparência quer para efeitos de OPA obrigatória.

Esta é uma situação que merece uma maior atenção por parte da doutrina do que a que poderá ser dada no âmbito deste trabalho, sendo que poderão surgir novidades e novos argumentos em resultado dos correntes trabalhos de transposição da Diretiva 2013/50 EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 22 de outubro, que veio alterar a Diretiva da transparência.

No entanto, parece-nos correto apresentar algumas questões que nos surgiram ao analisar este tema, em particular no decurso do estágio curricular na CMVM:

- i) Ao nível de política legislativa, qual será a melhor opção a seguir: manter o sistema unitário em vigor ou regressar ao sistema existente no CdMVM e que vigora atualmente no ordenamento jurídico alemão ¹²⁴, prevendo-se critérios específicos para efeitos de transparência e para efeitos de OPA obrigatória?
- ii) Ao optar-se por manter o sistema unitário, quais serão os impactos da possibilidade de uma diferente interpretação para efeitos de transparência e de OPA no conteúdo informativo dos comunicados de informação privilegiada, v.g., ao nível do seu momento temporal, uma vez que estaria sempre dependente de um juízo do caso concreto a realizar pela CMVM?
- iii) Prevê o CVM mecanismos corretivos dos resultados interpretativos que excedam a *ratio legis* dos institutos em que são utilizados os critérios unitários de imputação?
- iv) No âmbito das OPAs, será possível ilidir a presunção de domínio com fundamento na falta de intensidade do domínio sobre os direitos de voto ¹²⁵ ou estar-se-á antes num passo prévio, o do cômputo dos direitos de voto imputáveis ao participante e que terá lugar quando se

¹²⁴ Sobre o ordenamento jurídico alemão ver nota 96.

¹²⁵ Neste sentido v. FAZENDA MARTINS, *ob. cit.*, pp. 151 a 156. O autor afirma: “[a] prova negativa de domínio garante que ninguém é obrigado a lançar uma oferta pública de aquisição se, apesar de contra ele funcionar uma imputação formal dos direitos de voto, não tiver influência dominante sobre a sociedade”, cfr. p. 152.

estiver a analisar o preenchimento da previsão do dever de lançamento de OPA, em concreto o seu pressuposto formal¹²⁶?

Estas duas possibilidades têm em comum a negação de que o patamar da detenção de 50% dos direitos de voto nos termos do art. 20.º constitui por si só uma presunção inilidível de controlo.

3.4.1.3 O pressuposto material

A importância do pressuposto material¹²⁷ é evidenciada por FERREIRA, ao afirmar que, porque o *“pressuposto formal é mera peneira que intenta apreender nas circunstâncias de facto um verdadeiro pressuposto material originário – a aquisição de controlo -, que de outra forma se revelaria inoperante, situações haverão em que, uma vez verificado o primeiro, não se demonstra verificado o segundo”*¹²⁸.

Por diversas vezes foi já apresentada a alteração de domínio¹²⁹ como *ratio* do dever de lançamento, devendo agora proceder-se à densificação do conceito de domínio.

O legislador concretiza o conceito de domínio, como o exercício de influência significativa na sociedade, arts. 21.º/1 e 187.º/3, b), avançando com três

¹²⁶ Parece responder de forma afirmativa, NEVES, quando afirma que o *“exercício prévio, onde entra o tal juízo qualitativo sobre a intensidade mínima da conexão entre o participante e cada um dos direitos de voto que lhe são imputáveis, deve ser concretizado, de forma uniforme, independentemente de qual seja o limiar mínimo de natureza quantitativa cuja ultrapassagem se esteja a testar. Apenas num segundo momento, após a seleção final dos direitos de voto imputáveis que sejam relevantes para a constituição do dever de lançamento de OPA, é que importa somar todos estes direitos para verificar se os mesmos ficam aquém, ou vão além dos limiares de relevância indicados no número 1 do art. 187.º, sabendo que então, mas apenas então, o tratamento a dar a quem tenha ultrapassado o primeiro limiar correspondente a um terço dos direitos de voto ou a quem tenha ultrapassado o segundo limiar correspondente a metade desses direitos é, ou pode ser, em face do número 2 do art. 187.º, manifestamente distinto”*, cfr. *Delimitação (...) ob. cit.*, pp. 724 e 725.

¹²⁷ Este pressuposto também poderá ser designado por pressuposto qualitativo, v. VÍTOR PEREIRA NEVES, *Delimitação (...) ob. cit.*, pp. 716 a 743.

¹²⁸ Cfr. *Exceções ao dever de lançamento de oferta pública de aquisição*, in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, Ano 3 (outubro de 2011), vol. 6, p. 190. No mesmo sentido, COSTA SILVA, ao afirmar que *“[s]em domínio não se constitui a obrigação; havendo domínio, constituir-se-á a obrigação de lançamento de oferta pública de aquisição”*, cfr. *Domínio (...) ob. cit.*, p. 405.

¹²⁹ No âmbito deste trabalho as expressões domínio e controlo da sociedade são utilizadas como sinónimos, pretendendo refletir que alguém exerce uma influência dominante sobre a sociedade, conforme o previsto *in fine* no art. 21.º/1.

presunções inilidíveis de domínio, exemplificativas, em que o participante exerce uma influência significativa, art. 21.º/2:

- a) A disposição da maioria dos direitos de voto;
- b) O exercício da maioria dos direitos de voto, nos termos de acordo parassocial;
- c) A possibilidade de nomear ou destituir a maioria dos titulares dos órgãos de administração¹³⁰.

Com exceção de quando o caso concreto for subsumível a uma das presunções inilidíveis, a apreciação caberá sempre ao intérprete, *maxime* à CMVM e aos tribunais, ao analisar a procedência da fundamentação e da prova constantes do requerimento de prova negativa de domínio apresentado pelo titular dos direitos de voto, tal como previsto no art. 187.º/2, dando preenchimento ao conceito indeterminado, influência dominante, constante no art. 21.º/1¹³¹.

Para além do auxílio interpretativo das três presunções inilidíveis previstas na lei, um aspeto central salientado por COSTA E SILVA e que deverá ser de *substrato comum* à interpretação do conceito de influência significativa na sociedade, é que para que “*alguém possa preponderar sobre uma sociedade com o capital aberto ao investimento público é fundamental que esse alguém possa influenciar a vontade juridicamente relevante dessa sociedade [...] dir-se-á que domina a sociedade aberta quem dominar o exercício dos direitos de voto conducentes à formação da vontade juridicamente relevante dessa sociedade*”¹³².

Apesar destes critérios auxiliares, algumas questões se poderão colocar ao intérprete, desde logo a já abordada questão da imputação dos direitos de voto,

¹³⁰ Sobre o exercício do domínio através da possibilidade de nomear ou destituir a maioria dos titulares do órgão de administração, v. BRUNO FERREIRA, *Influência dominante, articulação accionista e designação de administradores*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, Ano IV (2014), n.º 2, pp. 327 a 340.

¹³¹ O participante deverá demonstrar que não está ainda em relação de grupo com a sociedade visada, art. 187.º/1 *in fine*.

¹³² Cfr. *Domínio (...) ob. cit.*, p. 334.

mas também saber qual será a percentagem de direitos de voto que confere ao participante uma influência significativa sobre a sociedade¹³³.

No que diz respeito à segunda questão, o legislador limita o juízo interpretativo de domínio, por razões de segurança jurídica, à verificação do patamar formal de detenção de um terço dos direitos de voto¹³⁴, considerando irrelevantes situações em que um determinado acionista possa deter o controlo, mas que este seja desacompanhado da detenção formal de mais de um terço dos direitos de voto¹³⁵.

O nosso sistema parece assim conseguir um equilíbrio entre a segurança de um pressuposto formal, detenção no mínimo de mais de um terço dos direitos de voto e a existência de uma cláusula geral, prevista no art. 21.º/1, importante na análise e juízo do domínio de facto, sendo a pedra de toque saber se existe ou não uma “*instrumentalização da formação da vontade coletiva*”¹³⁶ da sociedade por parte do participante.

3.4.2 A estatuição do dever de lançamento de OPA

Uma vez preenchidos os elementos constitutivos da previsão do dever de lançamento de OPA, surge na esfera jurídica do oferente o dever de lançamento de uma OPA geral e obrigatória sobre a totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos pela sociedade, ora sociedade visada, que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição.

O oferente deverá publicar o anúncio preliminar, de forma imediata à ocorrência do facto constitutivo do domínio, devendo lançar a oferta em termos não menos

¹³³ V. PAULA COSTA E SILVA, *Domínio (...) ob. cit.*, pp. 336 e 337.

¹³⁴ A consagração de um patamar formal parece decorrer desde logo da DdOPA, ao fazer depender o dever de lançamento de OPA obrigatória da detenção “*direta ou indirectamente [de] uma percentagem dos direitos de voto nessa sociedade*”, conforme o disposto no seu art. 5.º/1.

¹³⁵ É de destacar uma solução adotada pelo legislador espanhol, no art. 4.º/1, b) do Real Decreto n.º 1066/2007 onde prevê como fundamento para a imposição do dever de lançamento de OPA a detenção de menos de 30% dos direitos de voto detidos, direta ou indirectamente, se no prazo de 24 meses a contar da data da última aquisição, o participante nomear um administrador e, contando com anteriores nomeações, passe a ter nomeado mais de metade dos membros do conselho de administração. Neste caso o legislador atribui maior relevância à influência significativa que o participante detém na sociedade do que a qualquer critério formal.

¹³⁶ PAULA COSTA E SILVA, *Domínio (...) ob. cit.*, p. 340.

favoráveis para os destinatários do que os constantes do anúncio preliminar, requerendo o registo da oferta no prazo de 20 dias, prorrogável pela CMVM até 60 dias nas OPAs na modalidade de troca e, informar os representantes dos seus trabalhadores ou, na sua falta, os trabalhadores sobre o conteúdo dos documentos da oferta, assim que estes sejam tornados públicos, conforme o previsto no art. 175.º/2.

Este dever, delimitado subjetivamente através dos critérios de imputação dos direitos de voto previstos no CVM, desencadeia uma forte limitação da autonomia privada do oferente, uma vez que este fica numa situação jurídica passiva absoluta, sujeitando-se:

- À aquisição da totalidade das ações e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição, tal como decorre do princípio da universalidade da oferta previsto *in fine* no art. 187.º/1; e
- Aos limites mínimos imperativos legalmente previstos no art. 188.º que a contrapartida oferecida terá de respeitar;
- A oferta deverá ser incondicional, estando o oferente impossibilitado de sujeitar a oferta a condições de eficácia, sejam elas de lançamento ou de sucesso¹³⁷.

3.4.3 A natureza jurídica do dever de lançamento de OPA

A natureza jurídica do dever de lançamento de OPA tem vindo a ser discutida, levantando-se a questão de saber se estaremos perante um dever geral¹³⁸ ou uma

¹³⁷ Parece-nos razoável que sejam colocadas condições que têm como única finalidade assegurar a legalidade da oferta, designadas por condições legais, v.g., as autorizações administrativas, como a autorização da Autoridade da Concorrência ou do Banco de Portugal. Desde logo, porque caso a oferta não respeite as normas legais nunca poderá ser registada pela CMVM, cfr. art. 115.º/1, a) *in fine*, e art. 119.º/1, b).

¹³⁸ Nas palavras de FERREIRA DE ALMEIDA, um “dever geral constitui uma categoria residual e inespecífica, sem direito de crédito correspondente [...] é uma imposição normativa de um comportamento para a proteção do interesse de outrem. Pode ter por objecto um comportamento ativo ou passivo, mas não uma prestação, que é sempre em favor de pessoa determinada”, cfr. OPA (...) *ob. cit.*, p. 17.

obrigação¹³⁹⁻¹⁴⁰. Esta questão é fundamental porque, como se verá de seguida, implica diferentes consequências relevantes quanto à possibilidade de reação dos destinatários da oferta em caso de incumprimento do oferente.

Na defesa da qualificação do dever de lançamento de OPA obrigatória como dever geral, posição majoritária da doutrina, é de destacar a posição de CÂMARA¹⁴¹ e de FERREIRA DE ALMEIDA¹⁴².

FERREIRA DE ALMEIDA é claro ao afirmar que *“do dever de lançamento de OPA não resulta nenhuma obrigação em sentido técnico-jurídico, porque o comportamento exigido para cumprir tal dever não tem por objeto uma prestação, uma vez que a emissão da proposta (ao público) por que se consuma coloca o declarante em situação de sujeição em relação a pessoas indeterminadas [...] posiciona o respetivo sujeito em situação jurídica passiva absoluta, sem relação jurídica direta e pessoal com qualquer uma das pessoas que pode aceitar (ou não) a proposta”*¹⁴³.

No mesmo sentido, CÂMARA, concretiza que o dever geral imposto ao oferente é um dever de proceder ao lançamento de uma OPA e não de aquisição¹⁴⁴.

Os titulares de valores mobiliários objeto da oferta, para estes autores, não são assim titulares de um direito de crédito em relação ao oferente, mas antes titulares de interesses jurídicos protegido pela lei¹⁴⁵, não tendo legitimidade para exigir coactivamente o cumprimento do dever de lançamento de OPA prevendo-

¹³⁹ Nas palavras de FERREIRA DE ALMEIDA, uma *“obrigação é um dever relativo, simétrico de um direito de crédito [...] um vínculo jurídico por virtude do qual uma pessoa fica adstrita para com outra à realização de uma prestação (artigo 397.º do Código Civil)”*, cfr. OPA (...) ob. cit., p. 17.

¹⁴⁰ CÂMARA ao fundamentar a sua posição de que estamos perante um dever geral, aproveita para afastar a qualificação como ónus, v. Manual (...) ob. cit., pp. 617 a 621.

¹⁴¹ V. Manual (...) ob. cit., em especial, pp. 617 a 621.

¹⁴² V. OPA (...) ob. cit., pp. 17 e 18.

¹⁴³ Cfr. OPA (...) ob. cit., p. 18. No mesmo sentido, CÂMARA, ao afirmar que a situação jurídica passiva absoluta em que ficará o oferente, não assenta numa relação jurídica, v. Manual (...), ob. cit., p. 621.

¹⁴⁴ V. Manual (...) ob. cit., p. 618. No mesmo sentido, FERREIRA DE ALMEIDA, esclarece que, no seu entender, o art. 187.º não estabelece um dever de contratar, mas apenas de apresentar propostas dirigidas ao público, v. OPA (...) ob. cit., p. 18.

¹⁴⁵ V. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, OPA (...) ob. cit., p. 18.

se, todavia, a possibilidade de serem ressarcidos dos danos que tenham sofrido em decorrência do incumprimento, art. 193.^o¹⁴⁶.

Em resultado da qualificação jurídica adotada, estes autores consideram inadmissível a possibilidade de aplicação dos institutos da execução específica e da sanção pecuniária compulsória, previstos, respetivamente, nos arts. 827.^o a 830.^o e art. 829.^o-A do CC¹⁴⁷.

À CMVM, concretizando os princípios orientadores da supervisão que exerce, v.g., a proteção dos investidores e a eficiência e regularidade de funcionamento dos mercados, caberá o poder/dever de ordenar o lançamento de oferta pública de aquisição obrigatória, art. 360.^o/1, f)¹⁴⁸.

Em caso de incumprimento do dever, o regulador, deverá inibir os direitos de voto do oferente, incorrendo, ainda, este em responsabilidade contraordenacional, por violação do dever de publicação do anúncio preliminar, respetivamente, arts. 192.^o e 393.^o/2, f)¹⁴⁹.

Em suma, na opinião destes autores estamos perante um dever absoluto, que vai de encontro à técnica utilizada na maioria dos casos no CVM, a de previsão de proteções reflexas, em detrimento do reconhecimento de deveres subjetivos na esfera jurídica dos investidores¹⁵⁰. É exigido ao oferente, a adoção do processo legalmente previsto no CVM, através do qual apresentará uma proposta dirigida ao público, ficando numa situação jurídica passiva absoluta em relação a destinatários indeterminados, os acionistas da sociedade visada.

¹⁴⁶ Sobre a responsabilidade civil na OPA, v. LUÍS MENEZES LEITÃO, *A responsabilidade civil no âmbito de O.P.A.*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 111 a 125.

¹⁴⁷ V. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA (...) ob. cit.*, pp. 19 e 20.

¹⁴⁸ A recusa em acatar ordens da CMVM poderá, em última análise, originar responsabilidade criminal, sendo o crime de desobediência previsto no art. 381.^o.

¹⁴⁹ Durante o período de estágio foi publicada uma Sentença do Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão de Santarém, (1.^o Juízo) de 24 de novembro de 2014, que confirmou a decisão da CMVM de aplicar uma coima à Finertec – Serviços de Consultoria e Participações Financeiras, S.A., pela violação do dever de publicação de anúncio preliminar imediatamente após a verificação do facto constitutivo do dever de lançamento, art. 191.^o/1.

¹⁵⁰ V. PAULO CÂMARA, *Manual (...) ob. cit.*, p. 621.

Já MENEZES CORDEIRO¹⁵¹ e PAIS DE VASCONCELOS¹⁵² defendem, ainda que com algumas diferenças entre si ao nível da fundamentação e do exercício coativo do direito ao lançamento da OPA, estarmos perante uma obrigação, contrapondo-se ao dever jurídico de lançamento de OPA a que está adstrito o oferente um direito de crédito subjetivo dos titulares de valores mobiliários objeto da oferta de exigirem, coactivamente, o lançamento desta, concretizando dessa forma o seu direito à saída¹⁵³.

Para MENEZES CORDEIRO, estamos perante uma obrigação jurídica específica, na qual os beneficiários da OPA obrigatória têm “*tecnicamente, um direito de crédito [...] um direito a uma conduta humana (a uma prestação), consistente no lançamento da OPA, nas condições legais. A prestação está determinada, uma vez que os condimentos da oferta a realizar e, designadamente, o montante da contrapartida obedecem a regras fixadas na lei*”¹⁵⁴.

Este direito dinâmico dos beneficiários da OPA concretiza-se nos direitos, a que seja lançada OPA, a aceitar a oferta vendendo os seus valores mobiliários pelo preço nela estipulado (e que deverá respeitar os critérios legalmente previstos) e a receber a contrapartida anunciada, uma vez aceite a oferta¹⁵⁵.

Em caso de incumprimento, defende o autor a possibilidade de execução específica e da aplicação de sanções pecuniárias compulsórias¹⁵⁶. No entanto, ao considerar que estão em causa *direitos subjectivos plenamente individualizados*, recusa a *necessidade* de se recorrer à ação popular prevista no art. 31.^o¹⁵⁷.

Para PAIS DE VASCONCELOS, o dever de lançamento de OPA, “[t]em uma dupla funcionalidade que se traduz, por um lado, no *modus operandi* do poder de

¹⁵¹ V. *OPAs (...) ob. cit.*, pp. 927 a 984, em especial, pp. 965 a 967.

¹⁵² V. *ob. cit.*, pp. 30 a 48.

¹⁵³ V., no mesmo sentido, PERESTRELO DE OLIVEIRA. Na opinião desta autora “o dever do acionista controlador tem como contraponto um direito de aquisição dos acionistas minoritários, que se configura materialmente, como direito de exoneração [...] encontramos aqui um direito subjetivo de aquisição do acionista minoritário, ao qual corresponde um dever específico, ainda que de fonte legal”, cfr. *ob. cit.*, p. 655.

¹⁵⁴ Cfr. *OPAs (...) ob. cit.*, p. 973.

¹⁵⁵ V. *OPAs (...) ob. cit.*, p. 973.

¹⁵⁶ V. *OPAs (...) ob. cit.*, pp. 973 a 980.

¹⁵⁷ V. *OPAs (...) ob. cit.*, p. 980, em especial, nota 188.

*exoneração do sócio de uma sociedade aberta em caso de domínio da sociedade por um ou mais acionistas, inerente ao seu direito subjectivo de sócio; por outro, na tutela de interesses colectivos ou difusos, na defesa do mercado”*¹⁵⁸.

Qualificando o autor o direito social como direito subjetivo complexo que atribui ao(s) acionista(s) da visada, entre outros, o direito subjetivo de perante o estabelecimento de um controlo exonerar-se da sociedade a um preço equitativo e que não seja afetado por esse acontecimento¹⁵⁹.

Este autor defende ainda, como meio necessário de proteção dos seus interesses, que os titulares de valores mobiliários abrangidos pela oferta, recorram à interposição de uma ação popular, tendo para tal legitimidade ativa, também, as associações de investidores e as fundações para proteção dos investidores, como resulta do art. 31.º.

Para este autor, na ação popular devem ser efetuados dois pedidos. O pedido de lançamento de OPA, com fundamento na execução específica, devendo o tribunal caso considere o pedido procedente condenar o oferente a uma sanção pecuniária compulsória e um pedido de responsabilidade civil, para que o obrigado ao lançamento responda pelos danos causados aos titulares dos valores mobiliários objeto da oferta, nos termos do art. 191.º¹⁶⁰.

Em nosso entender, o dever de lançamento de OPA, é um dever geral, que se consubstancia no lançamento de uma oferta de acordo com o processo legalmente previsto, colocando o oferente numa situação jurídica passiva, absoluta, em relação aos destinatários da oferta, não detendo estes, porém, qualquer direito subjetivo de crédito que lhes permita exigir o lançamento coativo da oferta.

Desde logo porque, em primeiro lugar, no art. 187.º não existe qualquer referência à constituição de um direito de crédito por parte dos destinatários da

¹⁵⁸ Cfr. *ob. cit.*, p. 22.

¹⁵⁹ V. *ob. cit.*, p. 25.

¹⁶⁰ Cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *ob. cit.*, pp. 43 a 47.

oferta. O legislador teve a preocupação de prever no art 193.º a possibilidade de os destinatários da oferta serem indemnizados pelos danos causados pelo *infractor*, sendo este preceito dispensável se resultasse claro que estes eram titulares de um direito de crédito subjetivo. A intenção terá sido a de clarificar que a violação do dever de lançamento de OPA gera responsabilidade civil, evitando que pudesse vir a ser defendida a não aplicação deste instituto, com fundamento no facto de a proteção concedida aos investidores ser uma proteção reflexa.

Discordamos, ainda, de MENEZES CORDEIRO, quando o autor afirma que os termos da proposta estão prefixados no CVM, inexistindo qualquer margem de indeterminação, concretizando que uma *“pessoa obrigada a efetuar uma OPA está, tecnicamente, obrigada a celebrar um contrato”*¹⁶¹.

Na realidade, mesmo quando um oferente está obrigado ao lançamento de uma OPA, e não obrigado à celebração de um contrato, existem aspetos que este poderá estabelecer livremente no âmbito da sua autonomia privada (inegavelmente muito limitada, mas ainda existente). Tal como aponta FERREIRA DE ALMEIDA, *“o conteúdo da proposta de lançamento de OPA (ainda que imperativa) comporta alguma flexibilidade designadamente quanto ao conteúdo do prospeto, ao prazo e principalmente quanto à natureza da contrapartida (dinheiro ou valores mobiliários), que nenhum juiz está em condições de conjecturar e seleccionar”*¹⁶².

Acresce ainda que das regras legais de determinação da contrapartida da OPA obrigatória não resulta um valor fixo, podendo existir uma margem de indeterminação. Caso os critérios legalmente previstos, não possam ser utilizados no caso concreto, v.g., por se verificar alguma das presunção de falta de equidade previstas no art. 188.º/3, caberá à CMVM promover um juízo de equidade sobre a contrapartida proposta pelo oferente, e caso considere o valor insuficiente ou

¹⁶¹ Cfr. *OPAs (...) ob. cit.*, p. 979.

¹⁶² Cfr. *Opa (...) ob. cit.*, p. 19.

excessivo, deverá nomear um auditor independente para que este fixe uma contrapartida mínima.

A indeterminação não se verifica apenas nos termos da oferta, como ainda nos destinatários, tal como resulta do próprio conceito de oferta pública. O legislador, contando a partir do momento em que a oferta é qualificada como pública, considera os destinatários como indeterminados, não tendo considerado suficiente, face aos interesses em causa, o argumento de que ao se destinar aos titulares de valores mobiliários objeto da oferta, estejamos perante destinatários determinados¹⁶³.

Do que até agora foi exposto, é de concluir que não será possível aplicar o instituto da execução específica ao caso em apreço, acrescendo ainda que de uma perspetiva prática, se questiona a utilidade de aplicação deste instituto ao caso concreto.

A ser esse o caso, a sentença do tribunal teria como efeito a transmissão das ações para a esfera jurídica do oferente, ficando este, em contrapartida, onerado com a obrigação de proceder ao pagamento da contrapartida da oferta. Porém, nada garante aos destinatários da oferta que o oferente tenha a elevada capacidade financeira que implica uma operação destas para cumprir o dever. Poderia até suceder que os destinatários da oferta vissem as suas ações serem transmitidas para o oferente, tendo como contrapartida apenas e só a possibilidade de executar o património deste.

Por último, dificilmente poderia um tribunal impor uma sanção pecuniária compulsória, uma vez que como resulta claro da possibilidade de substituição do cumprimento do dever, não estamos perante uma prestação de facto infungível, art. 191.º/2 CVM¹⁶⁴.

¹⁶³ A qualificação como oferta pública e os seus fundamentos forma apresentados subcapítulo 2.2.

¹⁶⁴ A substituição do dever de lançamento de OPA será mais à frente apresentada, v. subcapítulo 3.4.4.3.

3.4.4 As técnicas de exclusão do dever de lançamento de OPA

Uma vez verificados os elementos constitutivos do dever de lançamento de OPA, a efetivação deste dever depende ainda da não ocorrência de nenhuma das técnicas de exclusão do dever¹⁶⁵. Dependendo do caso em questão, estas situações têm como efeito a não verificação do dever ou exoneram o detentor dos direitos de voto do dever de lançamento de OPA obrigatória.

Falamos da previsão nos estatutos da sociedade aberta que não tenha os seus valores mobiliários admitidos à negociação, da irrelevância do patamar de um terço dos direitos de voto para efeitos de dever de lançamento de OPA, da prova negativa de domínio, da suspensão do dever, da substituição no cumprimento do dever e das derrogações, figuras estas que serão de seguida desenvolvidas.

3.4.4.1 A previsão nos estatutos da abolição do pressuposto formal da detenção de um terço dos direitos de voto (art. 187/5.º)

O legislador admite a possibilidade de ser suprimido nos estatutos o pressuposto formal de um terço dos direitos de voto, desde que a sociedade aberta não tenha os seus valores mobiliários admitidos à negociação.

Caso a sociedade se enquadre na delimitação subjetiva definida pelo legislador e os estatutos assim o prevejam o detentor de um terço dos direitos de voto, embora tenha de comunicar essa participação para efeitos de transparência, art. 16.º/1, não ficará sujeito ao dever de lançamento de OPA.

Tanto quanto é do nosso conhecimento, esta faculdade não tem sido utilizada pela maior parte das sociedades abertas que não têm os seus valores mobiliários admitidos à negociação¹⁶⁶.

¹⁶⁵ Utilizando a terminologia de Câmara, v. *Manual (...) ob. cit.*, pp. 653 a 678.

¹⁶⁶ V.g., artigo 11.º/4 do pacto social da Conduril – Engenharia, S.A onde é prevista a abolição do patamar de um terço dos direitos de voto para efeitos de OPA obrigatória.

3.4.4.2 A prova negativa de domínio (art. 187.º/2 e 3)

A prova negativa de domínio está diretamente ligada ao pressuposto material do dever de lançamento de OPA: a obtenção do controlo, ou melhor à falta deste.

Em resultado do que já foi referido ao longo deste trabalho, cumpre apenas salientar a desadequação da imposição do dever de lançamento de OPA quando desacompanhada de uma situação de aquisição ou de alteração do controlo da sociedade.

Como escreve FERREIRA DE ALMEIDA, “[a] alteração do domínio efetivo constitui um limite imanente do dever de lançamento de OPA. Não tem, por isso, de (ser) considerado como excepção a esse dever, deve ser excluído sempre que do fator de imputação não resulte, em concreto, alteração do domínio efectivo”¹⁶⁷.

O legislador prevê, expressamente, a possibilidade de prova negativa de domínio no patamar de um terço dos direitos de voto sendo que daí retira parte da doutrina que, no patamar da detenção de metade dos direitos de voto, estamos perante uma presunção inilidível de domínio, art.187.º/2¹⁶⁸.

Recentemente, e ligado à já apresentada tese doutrinária de que a interpretação dos critérios de imputação dos direitos de voto deverá ser dinâmica e enquadrada

¹⁶⁷ Cfr. OPA (...) ob. cit., p. 11. No mesmo sentido, escreve FERREIRA, “[q]ue pode concluir-se que o modelo português optou pela certeza e segurança jurídicas, não obstante a possibilidade residual de mitigar a aparente rigidez do modelo com uma análise das circunstâncias concretas que poderão conduzir, num momento prévio, à consideração da sua (não) subsunção às previsões normativas taxativamente estabelecidas”, cfr. ob. cit., pp. 213 e 214.

¹⁶⁸ V. PAULO CÂMARA, O Dever (...) ob. cit., p. 228. A CMVM tem proferido decisões contrárias a esta posição. Considerando que a ultrapassagem do patamar dos 50% dos direitos de voto não dá origem a um dever de lançamento de OPA quando a aquisição de domínio se dá através da interposição de uma sociedade sem que exista alteração do controlo efetivo que existia anteriormente. Simplificando, à sociedade A é imputável mais de 50% dos direitos de voto da sociedade C, estando este controlo legitimado. A sociedade A decide criar uma sociedade, por si dominada, Sociedade B, para onde é transferida a participação que detém sobre a sociedade C. A CMVM tem entendido que a aquisição de domínio da sociedade C é irrelevante para efeitos de dever de lançamento de OPA, quando não exista alteração do *ultimate beneficial owner*, uma vez que o poder fático e jurídico de influenciar os direitos de voto permanece idêntico, não constituindo qualquer alteração quanto à pessoa que continua a dominar, agora por via indireta a empresa. No exemplo, a sociedade A. V.g. os casos da Sonaecom e da Jerónimo Martins, SGPS, S.A. em que o domínio direto exercido, respetivamente, pela Sonae, SGPS, S.A. e pela Sociedade Manuel dos Santos SGPS, S.A., passou a ser indireto, através da interposição de sociedades, respectivamente, a Sontel B.V., a Sociedade Francisco Manuel dos Santos B.V..

na teleologia do instituto a que é aplicável, tem-se aberto a porta a que no patamar dos 50% possa ser dada a possibilidade ao participante de demonstrar que a intensidade da influência com que exerce os direitos de voto não será suficiente para que exerça uma influência significativa na sociedade tal como pressupõe a obtenção do controle.

Alguns autores, como também já referido, admitem esta possibilidade mas num momento prévio à prova negativa de domínio, considerando que estamos antes num juízo prévio que deverá ser feito aquando da conjugação dos critérios do art. 20.º com o dever de lançamento de OPA previsto no art. 187.¹⁶⁹.

Como avança CÂMARA, a prova negativa de domínio pode ser efetuada através de dois meios alternativos: da prova de influência dominante de terceiro, ainda que com fundamentos diversos dos apresentados no art. 21.º/1, ou da demonstração da inexistência de uma influência dominante por parte de quem ultrapassou o patamar¹⁷⁰.

Um exemplo da primeira situação é quando resulte claro que a percentagem de direitos de voto do oferente, não lhe confere uma influência significativa na sociedade, em resultado da estrutura acionista da sociedade visada, v.g., por existir um acionista que detém mais de 50% dos direitos de voto da sociedade.

Um exemplo da segunda situação é a existência de um teto estatutário que impossibilite a um acionista exercer mais de um determinado número de votos, insuficientes para que obtenha uma influência significativa na sociedade visada¹⁷¹.

¹⁶⁹ Para MOREDO SANTOS o que está em causa é “*provar que não tem o domínio, e não que a situação de imputação não existe*”, cfr. *Transparência (...) ob. cit.*, p. 376. Para este autor, quando se fala da possibilidade de exercer a prova negativa de domínio o que está em causa é uma ilisão da presunção de domínio, situação esta que não se confunde com o juízo de imputação dos direitos de voto.

¹⁷⁰ V. *Manual (...) ob. cit.*, p. 653.

¹⁷¹ Um caso de prova negativa de domínio deu-se em 2012 quando ao *CaixaBank*, passaram a ser imputáveis 48,97% dos direitos de voto no BPI, fruto da celebração de um contrato de compra e venda da participação de 18,87% detida indiretamente pelo Itaú Unibanco Holdings, S.A.. A CMVM deferiu o requerimento apresentado pelo *CaixaBank*, uma vez que considerou que este não detinha o domínio na medida em que: “i) o *CaixaBank* não possa exercer por si só o domínio na Assembleia geral do BPI por existirem acionistas qualificados que, no seu conjunto, superem o poder de voto do *CaixaBank*; ii) haja

O legislador é omissivo no que se refere ao prazo em que deverá ser feita a prova negativa de domínio. Porém, partilhamos a opinião de CÂMARA, segundo a qual, tendo em consideração o espírito do dever de lançamento, a certeza exigida e, respeitando a coerência com o que é exigido ao anúncio preliminar, art. 191.º/1, o requerimento de prova negativa de domínio do facto junto da CMVM deverá ser apresentado imediatamente¹⁷².

Caso fique provada a inexistência de influência significativa, a situação jurídica passiva do oferente altera-se. Deixa de estar adstrito ao dever de lançamento de OPA, mas vê surgir na sua esfera jurídica um dever de comunicar à CMVM qualquer situação que resulte no aumento de 1% dos direitos de voto e uma condição suspensiva de não lançamento de OPA, sujeita à não obtenção de influência dominante na sociedade visada, respetivamente, alíneas a) e b) do número 3 do art. 187.º¹⁷³.

3.4.4.3 A suspensão do dever (art. 190.º)

A suspensão do dever de lançamento de OPA obrigatória é um direito potestativo do “oferente”, previsto para as situações em que *o domínio seja conjuntural*¹⁷⁴,

proporcionalidade entre a percentagem dos direitos de voto que o CaixaBank pode exercer e o número de administradores por si designados para o Conselho de Administração do BPI; iii) se mantenha a atual limitação estatutária aos direitos de voto e iv) a evolução da intervenção do CaixaBank no governo societário do BPI seja comunicada regularmente à CMVM”. Recentemente, no anúncio preliminar da OPA sobre o BPI, o CaixaBank previu como condição de eficácia da oferta a eliminação desta cláusula estatutária, cfr. p. 12 do anúncio preliminar. Outro caso é o da INAPA onde foi deliberada uma alteração do contrato de sociedade, tendo em vista a adoção de uma percentagem máxima de direitos de voto a exercer por cada acionista. Este caso tem como particularidade, o facto da alteração estatutária ter como efeito a desoneração de um acionista que se encontrava sujeito ao dever de lançamento de OPA obrigatória.

¹⁷² V. *Manual (...) ob. cit.*, p. 658.

¹⁷³ Este facto poderá até não depender do agora oferente, v.g., a aquisição de ações próprias por parte da sociedade, a inibição de direitos de voto a outro acionista ou a atribuição de direitos de voto a ações preferenciais sem direitos de voto. Importante é não confundir com uma eventual descida do patamar e uma nova ultrapassagem, uma vez que aí surgiria um novo dever nos termos do art. 187.º/1. O que se tem em consideração no art. 187.º/3, b), são alterações que ocorram e que por esse motivo aquele oferente passe a exercer influência significativa na sociedade.

¹⁷⁴ Cfr. Terceiro parágrafo do n.º 12 do Preâmbulo do DL n.º 486/99, de 13 de novembro. Alguns exemplos apontados por CÂMARA, são os casos de aquisição por herança ou legado, a ultrapassagem do limite em decorrência da aquisição de ações próprias da sociedade visada, da aquisição na sequência de contrato de reporte, tomada firme ou garantia de colocação, em resultado da redução do universo de direitos de voto ou da aquisição judicial de valores mobiliários dados em garantia de um crédito, v. *Manual (...) ob. cit.*, p. 670.

estando o surgimento da situação jurídica ativa apenas condicionado ao cumprimento das condições legalmente previstas no art. 190.º, concretamente:

- A entrega imediata à CMVM de comunicação escrita a requerer a suspensão do dever de lançamento, sendo esta comunicação condição de eficácia da suspensão;

e

- A não utilização pelo requerente da influência significativa que detém na sociedade (caso o faça ficará imediatamente obrigado a legitimar esse controlo perante os restantes acionistas, devendo para tal lançar uma OPA obrigatória, constituindo-se na sua esfera jurídica de forma definitiva o dever de lançamento).

Conclui-se, assim, que não poderá ser requerida a suspensão do direito por quem detenha um domínio efetivo da sociedade ou tenha simplesmente exercido esse domínio¹⁷⁵.

Para que o dever não “renasça” exatamente nos mesmo termos em que se constituiu e tinha sido suspenso, deverá ainda o oferente:

- Colocar fim à situação originadora do dever nos 120 dias subsequentes à ocorrência do facto constitutivo, sendo este prazo perentório; e

- Alienar efetivamente, leia-se a pessoas que não estejam em relação com o oferente nos termos do art. 20.º/1, os valores mobiliários suficientes para que os direitos de voto que lhe sejam imputáveis se situem abaixo dos pressupostos formais da previsão do dever de lançamento de OPA, tal como disposto no art. 190.º/2¹⁷⁶.

Estes requisitos são cumulativos e de verificação necessária para que o requerente não fique sujeito à situação jurídica passiva absoluta que deseja evitar.

¹⁷⁵ É também esta a *ratio* que justifica a inibição dos direitos de voto durante o período de suspensão, art. 190.º/3.

¹⁷⁶ Uma questão que se levanta é a de saber se a suspensão do dever exige uma efetiva alienação dos valores mobiliários ou se podem ser adoptadas outras formas que façam com que o acionista deixe de exercer uma influência significativa. A CMVM, no já referido caso da INAPA, entendeu que era possível recorrer a este instituto sem se proceder a uma alienação efetiva dos valores mobiliários, tendo sido suficiente a alteração dos estatutos da sociedade visada, passando estes a prever um teto de voto de um terço.

3.4.4.4 A substituição no cumprimento do dever art. 191.º/2

A substituição no cumprimento do dever é uma mera vicissitude subjetiva, pois o dever mantém-se exatamente nos mesmo termos em que tinha surgido. Existe apenas uma alteração subjetiva do sujeito adstrito ao dever.

Embora a lei não faça referência expressa, só fará sentido falar na figura da substituição no cumprimento, caso o substituto não se encontre em relação com o oferente nos termos do art. 20.º. Caso contrário estaremos sempre perante um cumprimento de um dever próprio e não de um dever de outrem, sendo este o caso em que fará sentido falar em suspensão¹⁷⁷.

Assim, a grande diferença face às outras situações analisadas previamente é que o dever de lançamento permanece nos mesmo termos, apenas se altera a pessoa obrigada.

3.4.4.5 As derrogações (art. 189.º)

As derrogações serão tratadas de forma autónoma das restantes técnicas de exclusão, com especial relevo para a derrogação por controlo adquirido em resultado da fusão de sociedades, no próximo capítulo, razão pela qual neste ponto apenas cumpre identificar as três derrogações previstas no CVM:

- A oferta voluntária que cumpre os requisitos da oferta obrigatória, art. 189.º/1, a)¹⁷⁸;

¹⁷⁷ V. PAULO CÂMARA, *Manual (...) ob. cit.*, p. 676.

¹⁷⁸ V. PAULO CÂMARA, *O Dever (...) ob. cit.*, pp. 250 e 251. V., também, a declaração de derrogação do dever de lançamento de OPA obrigatória concedida à Fidelidade no âmbito da OPA lançada sobre a Espírito Santo Saúde, que ocorreu durante o período de estágio. Os três aspectos que foram analisados pela CMVM de forma a deferir o requerimento foram: a) se a OPA foi lançada sobre a totalidade dos valores mobiliários previstos no art. 187.º/1; b) se a oferta foi geral e não parcial, sem que nenhuma limitação quanto à quantidade e percentagem máxima de valores mobiliários a adquirir; c) se a contrapartida respeitou o disposto no art. 188.º.

- A aquisição de controlo que resulte da execução de plano de saneamento financeiro no âmbito de uma das modalidades de recuperação ou saneamento previstas na lei, art. 189.º/1, b)¹⁷⁹;
- O controlo adquirido em resultado da fusão de sociedades, art. 189.º/1, c).

¹⁷⁹ Que se conheça e até à data de entrega deste trabalho, ainda não foi apresentado nenhum requerimento de derrogação com fundamento nesta alínea. V. JOÃO CALVÃO DA SILVA, *Suspensão do dever de lançamento de OPA*, in *Estudos (...) ob. cit.*, p. 19.

4. Derrogações ao dever de lançamento de OPA

A figura da derrogação é, pela primeira vez, expressamente prevista¹⁸⁰ no ordenamento jurídico português pelo art. 2.º do DL n.º 261/95 que aditou ao CdMVM o art. 528.º- A que passou a prever, os “*casos de derrogação, em que o afastamento da obrigação de lançamento de OPA decorre da mera verificação do facto previsto na norma*”¹⁸¹. Passou assim a vigorar em Portugal um sistema misto que previa a figura de derrogações e de dispensas, respetivamente, art. 528.º-A e art. 529.º¹⁸².

Utilizando o direito pretérito e o direito comparado¹⁸³ como parâmetros comparativos, é possível concluir que o legislador no CVM teve a intenção de privilegiar a certeza e a segurança jurídica, optando por um regime taxativo¹⁸⁴ e vinculado, reduzindo o número de derrogações, de oito para três, e retirando margem de discricionariedade à CMVM, art. 189.º/1¹⁸⁵.

À CMVM cabe apenas verificar o preenchimento dos pressupostos legais determinantes da derrogação, tendo em consideração os factos apresentados pelo requerente, art. 16.º/1 do Reg. 3/2006, e caso conclua pela sua verificação, declarar a derrogação, art. 189.º/2¹⁸⁶.

¹⁸⁰ A lógica subjacente à figura da derrogação já estava presente no art. 313.º/1, b), do CSC, v. JORGE BRITO PEREIRA, *ob. cit.*, p. 289.

¹⁸¹ Cfr. Preâmbulo do DL n.º 261/95 de 3 de outubro.

¹⁸² No anterior CdMVM, era prevista a figura das dispensas em que a CMVM enquanto autoridade de supervisão poderia analisar o mérito da questão tendo em conta os pressupostos valorativos previstos na lei. Esta figura distingue-se da derrogação na medida em que nesta, ao supervisor apenas competente uma verificação da ocorrência dos factos e pressupostos previstos na lei, não existindo qualquer juízo discricionário, enquanto naquela, existia uma discricionariedade mitigada da CMVM, cfr. art. 529.º/4 e 5 do CdMVM, v. JORGE BRITO PEREIRA, *ob. cit.*, em especial, p. 287. Para uma análise das dispensas previstas no regime anterior, v. JORGE BRITO PEREIRA, *ob. cit.*, pp. 316 a 334 e JOSÉ MIGUEL JÚDICE, MARIA LUÍSA ANTAS, ANTÓNIO ARTUR FERREIRA, JORGE BRITO PEREIRA, *OPA – Ofertas Públicas de Aquisição (Legislação anotada)*, Económico Semanário, Lisboa, 1992, pp. 41 a 51.

¹⁸³ Sobre o regime jurídico alemão, italiano, francês, espanhol e inglês, v. subcapítulo 4.3.

¹⁸⁴ Esta solução contrasta com o que era previsto no CdMVM, onde no art. 529.º/1, f), era atribuído à CMVM o poder de declarar a dispensa de OPA obrigatória.

¹⁸⁵ Através da previsão do mecanismo da suspensão, art. 190.º, o legislador tentou mitigar os efeitos do reduzido número de derrogações.

¹⁸⁶ Como afirma CALVÃO DA SILVA, “o poder da CMVM é meramente declarativo – poder declarativo vinculado e não discricionário: verificados os pressupostos ou condições da lei, a CMVM não pode recusar a derrogação”, cfr. *Ofertas (...) ob. cit.*, pp. 988 e 989.

Esta opção do legislador, embora aceite pela maioria da doutrina, não está isenta de críticas, como refere FERREIRA, “*modelos como o português parecem assentar os seus fundamentos na segurança e certezas jurídicas que proporcionam aos agentes de mercado, em detrimento da eventual solução mais adequada que poderia resultar de uma análise desvinculada de normas de preenchimento automático*”¹⁸⁷.

Por sua vez, o tratamento das derrogações por parte da DdOPA reflete, uma vez mais, tratar-se de uma diretiva de mínimos, ao ser concedida a possibilidade aos Estados Membros de estabelecerem derrogações, limitando apenas esta possibilidade ao respeito pelos princípios gerais por si consagrados, art. 4.º/5 DdOPA. A diretiva apenas prevê uma derrogação, a da oferta voluntária prévia que tenha sido lançada em respeito pelos requisitos da oferta obrigatória, art. 5.º/2 DdOPA.

Apesar de já apresentados, cumpre agora recordar os dois princípios previstos no art. 3.º/1 da DdOPA, que mais relevam para este efeito: o princípio geral de igualdade de tratamento dos acionistas e o princípio geral de proteção dos acionistas minoritários mediante o estabelecimento de um (novo) controlo, previstos respetivamente, no art. 3.º/1 a) primeira parte e no art. 3.º/1, a) *in fine* e b).

Aquando da transposição da diretiva para o direito português, o legislador considerou que estes princípios “*já estão consagrados no Código dos Valores Mobiliários, quer diretamente, quer por força da conjugação de diversas disposições*”¹⁸⁸, optando também, por não proceder a qualquer alteração ao regime legal das derrogações, que mantém a redação originária.

A Comissão Europeia, na exposição de motivos da proposta de diretiva das OPAs em 2002, vem justificar a admissibilidade de derrogações com a necessidade de “*assegurar uma aplicação flexível da diretiva dentro dos limites*

¹⁸⁷ Cfr. JULIANO FERREIRA, *ob. cit.*, pp. 222. Apesar deste reparo o autor acaba por concluir que o atual regime é aquele que melhor pondera os múltiplos interesses em jogo.

¹⁸⁸ Cfr. ponto 2.1. do *Ante-Projecto de Diploma de Transposição da Directiva das OPA*.

compatíveis com os princípios gerais por ela definidos”¹⁸⁹. Esta ideia vem consagrada na versão final da DdOPA, v.g., no considerando (6).

A ideia fundamental destas exceções ao dever de lançamento de OPA, é a de que naquele caso concreto de acordo com a ponderação de interesses, refletida na letra da lei nas derrogações¹⁹⁰ ou aquando da avaliação do caso concreto nas dispensas, não será admissível onerar o novo controlador com o pesado encargo que decorre do lançamento de uma OPA obrigatória, uma vez que ponderando os interesses em jogo o resultado a que se chega é que não carecem dessa tutela¹⁹¹.

4.1 A posição das instituições europeias às derrogações previstas pelos Estados Membros

A Comissão Europeia¹⁹² e a Comissão dos Assuntos Jurídicos Europeus do Parlamento¹⁹³ têm examinado a aplicação prática da DdOPA nos diversos Estados Membros.

A Comissão Europeia é clara ao afirmar que um dos principais objetivos da DdOPA é a proteção dos interesses dos acionistas minoritários, quando ocorre uma alteração de controlo¹⁹⁴.

Esta posição já tinha sido assumida no *Commission Staff Working Document, Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, de 21 de Fevereiro de 2007, onde era apontada como um dos fundamentos da regra da

¹⁸⁹ Cfr. *Proposta de diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às ofertas públicas de aquisição*, COM (2002) 534 final, p. 4.

¹⁹⁰ Como refere BRITO PEREIRA, nas derrogações o legislador entende que perante a verificação dos factos constitutivos da previsão das normas, todos os casos devem merecer “a delimitação negativa perante o regime de previsão de OPA Obrigatória, não sendo por isso suscitada a intervenção da CMVM por forma a avaliar da específica extensão que deveria ser concedida à exceção ou do seu eventual condicionamento perante a ponderação de um conjunto de interesses”, cfr. *ob. cit.*, p. 290.

¹⁹¹ Esta ponderação não é visível exclusivamente na figura das derrogações, mas sim em todas as técnicas de exclusão do dever, v. PAULO CÂMARA, *Manual (...) ob. cit.*, p. 653.

¹⁹² V. *Report from the Commission to the European Parliament, The Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids* COM (2012) 347 final de 28 de junho de 2012.

¹⁹³ Cfr. *Relatório da Comissão Europeia sobre a aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição de 25 de março de 2013*.

¹⁹⁴ Cfr. *Report (...) ob. cit.*, p. 2.

OPA obrigatória, a proteção dos acionistas minoritários, garantindo-lhes o direito a vender as suas ações em casos de alteração do controlo e ainda de uma repartição do prémio de controlo¹⁹⁵.

Não sendo ainda possível, naquela data, ter uma perspetiva empírica das exceções a essa regra previstas pelos Estados Membros, era alertado desde logo, que as derrogações e os poderes discricionários concedidos ao supervisor na concessão da dispensa poderiam afetar a proteção concedida pela regra da OPA obrigatória¹⁹⁶.

Em 2012, tendo em conta a aplicação prática da Diretiva, o Relatório de aplicação da DdOPA da Comissão Europeia concluiu que os Estados Membros consagraram uma elevada variedade de derrogações, contribuindo para tal o carácter de harmonização mínima da Diretiva, o que poderia colocar em causa a proteção concedida aos acionistas minoritários pela regra da OPA obrigatória.

Nas palavras da Comissão, *“the wide range of national derogations to the mandatory bid rule raises the question as to whether the mandatory bid rule adequately protects minority shares in situations of change of control”*¹⁹⁷, não sendo claro em algumas situações, como é respeitado o princípio geral da proteção dos acionistas minoritários perante uma aquisição de controlo, condição necessária à previsão de uma derrogação¹⁹⁸.

A Comissão, conclui ao considerar que uma das áreas que merece clarificação é o *“effective exercise of (minority) shareholder rights”*¹⁹⁹, concretamente, *“how the general principle of the directive, which requires the protection of minority shareholders in situations of change of control, is respected when a national derogation applies [...]. More information is indeed needed on the scope of application of national derogations to the mandatory bid rule, on the extent to*

¹⁹⁵ Cfr. *Commission Staff Working Document, Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, de 21 de Fevereiro de 2007, SEC (2007) 268, p. 9.

¹⁹⁶ Cfr. *Comission (...) cit.*, p. 10.

¹⁹⁷ Cfr. *Report (...) cit.*, p. 6.

¹⁹⁸ V. *Report (...) cit.*, pp. 6 a 8.

¹⁹⁹ Cfr. *Report (...) cit.*, p. 9.

which national derogations limit the protection of minority shareholders in situations of change of control and when relevant, what alternative mechanisms exist in national law to protect minority shareholders in situations of change of control”²⁰⁰.

O relatório da Comissão concluía convidando diversas entidades a pronunciarem-se sobre o mesmo. É neste contexto que o Parlamento Europeu divulgou, em 25 de março de 2013, o seu Relatório sobre a aplicação da DdOPA e que os membros do European Company Law Experts, (“ECLE”)²⁰¹, se pronunciaram em novembro de 2013²⁰².

O Parlamento Europeu pouco desenvolveu esta questão, limitando-se a apoiar a intenção da Comissão em obter informações adicionais²⁰³.

Os membros do ECLE, na introdução afirmaram, desde logo, “*there are different types of derogations that pose different concerns. The ECLE recommend that the Directive should provide for a review process with respect to national derogations*”²⁰⁴.

A razão de ser das derrogações está diretamente relacionada com a razão de ser da OPA obrigatória, uma vez que são casos concretos em que, ponderados os interesses em causa, não será necessária a imposição do oneroso dever de lançamento de OPA ao novo controlador. Como referem estes autores: “[i]t has

²⁰⁰ Cfr. *Report (...) cit.*, p. 10.

²⁰¹ O ECLE é uma organização independente, sem fins lucrativos, que reúne um grupo de especialistas em direito europeu das sociedades comerciais. Esta organização tem como principal objetivo o aconselhamento da União Europeia na redação das normas nas áreas do direito societário, em especial, no que se refere às sociedades com valores mobiliários admitidos à negociação, ao *Corporate Governance*, e à regulação do mercado de capitais.

²⁰² BÖCKLI, PETER e DAVIES, PAUL L. e FERRAN, EILIS e FERRARINI, GUIDO A. e GARRIDO GARCIA, JOSÉ M. e HOPT, KLAUS J. e PIETRANCOSTA, ALAIN e PISTOR, KATHARINA e SKOG, ROLF e SOLTYSINSKI, STANISLAW e WINTER, JAAP W. e WYMEERSCH, EDDY, *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*, Oxford Legal Studies Research Paper No. 5/2014, 2014.

²⁰³ Cfr. *Relatório (...) ob. cit.*, p. 6.

²⁰⁴ Cfr. BÖCKLI, PETER e DAVIES, PAUL L. e FERRAN, EILIS e FERRARINI, GUIDO A. e GARRIDO GARCIA, JOSÉ M. e HOPT, KLAUS J. e PIETRANCOSTA, ALAIN e PISTOR, KATHARINA e SKOG, ROLF e SOLTYSINSKI, STANISLAW e WINTER, JAAP W. e WYMEERSCH, EDDY, *Response (...) ob. cit.*, p. 1.

*been said that in the context of the mandatory offer rule “the exception is the rule”*²⁰⁵.

É exatamente devido a esta relação que os especialistas começam por apresentar a razão de ser da OPA obrigatória, afirmando: *“the mandatory offer rule aims to ensure that no shareholders can obtain control over the company and start extracting private benefits without first offering the minority shareholders an exit opportunity at a fair or equitable price. Under this rationale (the “exit” rationale)” key to the mandatory rule is preventing shareholders exercising control over the company, either by acquiring shares or by cooperating with other shareholders, without offering an exit opportunity to the other shareholders*²⁰⁶.

A questão fundamental que se coloca para estes autores é a de perceber até que ponto é que os interesses de outros *stakeholders* se podem sobrepor aos interesses dos acionistas minoritários, tutelados pela regra da OPA obrigatória²⁰⁷.

Já PAPADOUPOLOS, alertava para esta possibilidade ao afirmar que *“unjustified or overuse of this power [possibilidade dos Estados Membros preverem exceções ao dever de lançamento] may constitute a breach of Article 3 paragraph 1a (protection of minority shareholders in case of control transfer), unless of course some other equivalent form of protection is provided”*²⁰⁸. Defendendo ainda que

²⁰⁵ Cfr. BÖCKLI, PETER e DAVIES, PAUL L. e FERRAN, EILIS e FERRARINI, GUIDO A. e GARRIDO GARCIA, JOSÉ M. e HOPT, KLAUS J. e PIETRANCOSTA, ALAIN e PISTOR, KATHARINA e SKOG, ROLF e SOLTYSINSKI, STANISLAW e WINTER, JAAP W. e WYMEERSCH, EDDY, *Response (...) ob. cit.*, p. 7.

²⁰⁶ Cfr. BÖCKLI, PETER e DAVIES, PAUL L. e FERRAN, EILIS e FERRARINI, GUIDO A. e GARRIDO GARCIA, JOSÉ M. e HOPT, KLAUS J. e PIETRANCOSTA, ALAIN e PISTOR, KATHARINA e SKOG, ROLF e SOLTYSINSKI, STANISLAW e WINTER, JAAP W. e WYMEERSCH, EDDY, *Response (...) ob. cit.*, p. 2. A razão de ser da OPA obrigatória, para estes autores, funda-se ainda no *control premium rational* (o oferente não poderá adquirir o controlo sem que tenha oferecido a todos os acionistas a mesma contrapartida equitativa e que reflita o prémio de controlo que está disposto a suportar) e no *undistorted choice rational* (o oferente não poderá obter o controlo sem efetuar uma oferta geral, ou seja a todos os acionistas).

²⁰⁷ V. BÖCKLI, PETER e DAVIES, PAUL L. e FERRAN, EILIS e FERRARINI, GUIDO A. e GARRIDO GARCIA, JOSÉ M. e HOPT, KLAUS J. e PIETRANCOSTA, ALAIN e PISTOR, KATHARINA e SKOG, ROLF e SOLTYSINSKI, STANISLAW e WINTER, JAAP W. e WYMEERSCH, EDDY, *Response (...) ob. cit.*, p. 8.

²⁰⁸ Cfr. *ob. cit.*, p. 527.

a possibilidade dos Estados Membros preverem derrogações deve ser interpretada de forma restritiva²⁰⁹.

É à luz desta problemática e das interrogações que se colocam que tentaremos avaliar se a derrogação ao dever de lançamento de OPA por controlo adquirido em resultado de uma fusão, respeita ou não o princípio previsto no art. 3.º/1 a) *in fine* da DdOPA.

4.2 A derrogação do dever de lançamento de OPA por controlo adquirido em resultado de uma fusão

A derrogação ao dever de lançamento de OPA quando em resultado da fusão um acionista ultrapassasse os patamares de direitos de voto constitutivos do dever de lançamento de OPA, já era prevista, embora com uma diferente redação no art. 528.º-A/1, h) do CdMVM²¹⁰.

O CVM manteve esta derrogação, no art. 189.º1, c). A mesma tanto quanto é do nosso conhecimento, já teve aplicação prática por duas vezes.

Em 2008, o requerimento conjunto de derrogação do dever de lançamento de OPA apresentado pela Farminveste, S.A. e pela Farminvest SGPS, Lda., sobre a Pararede, SGPS, S.A., foi aprovado²¹¹ pelo Conselho de Administração da CMVM²¹². Mais recentemente, em 2013, na sequência da fusão por incorporação da Optimus – SGPS, S.A. na Zon - Serviços de Telecomunicações e Multimédia,

²⁰⁹ V. *ob cit.*, p. 527.

²¹⁰ Esta derrogação já no CdMVM levantava algumas dúvidas, v. JORGE BRITO PEREIRA, *ob. cit.*, pp. 315 e 316.

²¹¹ V. o comunicado de 4 de julho de 2008 da Pararede em que é divulgada a declaração da derrogação do dever de lançamento de OPA e que contém, em anexo, o texto da declaração da derrogação por parte do Conselho de Administração da CMVM.

²¹² Este órgão à data denominava-se Conselho Diretivo, tendo a denominação sido alterada pela aprovação dos novos estatutos da CMVM pelo Decreto-Lei n.º 5/2015.

SGPS, S.A., foi declarada pelo Conselho de Administração da CMVM a derrogação requerida pela ZOPT, SGPS, S.A.²¹³.

Cumpra então perceber quais são os factos de que depende a declaração desta derrogação, para de seguida percebermos a razão desta.

4.2.1 Factos determinantes da derrogação do art. 189.º/1, c)

Analisando a letra do art. 189.º/1, c), é possível concluir que são dois os factos, cumulativos, determinantes da derrogação, ou seja, os factos que, uma vez verificados e expostos no requerimento apresentado pelo interessado à CMVM²¹⁴ e, por esta confirmados, dão origem à declaração de derrogação prevista no art. 189.º/2: (i) a ultrapassagem de um dos patamares de direitos de voto previstos no art. 187.º resulte da fusão de sociedades e, (ii) da deliberação da Assembleia Geral de cada sociedade envolvida no processo de fusão constar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de OPA.

4.2.1.1 A ultrapassagem de um dos patamares de direitos de voto previstos no art. 187.º resulte da fusão de sociedades

A lei exige que a ultrapassagem do patamar dos direitos de voto se dê em resultado da fusão e não através de qualquer outra forma de concentração que, de acordo com os critérios de imputação dos direitos de voto, contribua para um aumento dos mesmos²¹⁵.

Por outras palavras, não estão abrangidos pela derrogação os casos em que a ultrapassagem da fasquia ocorre em momento anterior ou posterior ao da

²¹³ V. a deliberação da CMVM sobre a derrogação do dever de lançamento de OPA condicionado à produção de efeitos da fusão, de 19 de abril de 2013 e, o comunicado do dia 27 de agosto de 2013 onde é informado o mercado do registo da fusão e da produção de efeitos da derrogação.

²¹⁴ O requerente deverá respeitar o disposto no art. 16.º/1 e 3 do Reg. 3/2006.

²¹⁵ V.g., a fusão por incorporação da Consiste – Sistemas de informação, SGPS, Unipessoal, Lda na Pararede. A Consiste era totalmente detida pela Farminveste, Lda. que por sua vez era dominada pela Farminveste, S.A. (detinha 99,999% do capital social daquela), ficando a dominante por efeito da relação de troca fixada no projeto de fusão a deter 49,5% do capital social e dos direitos de voto da Pararede, ultrapassando assim o patamar de 33, 33% dos direitos de voto previsto no art. 187.º/1.

operação de fusão propriamente dita, mas já não por causa desta. Nesses casos, apesar da proximidade com a fusão, não pode ser acionada a derrogação.

4.2.1.2. Da deliberação da Assembleia Geral de cada sociedade envolvida no processo de fusão constar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de OPA

O objetivo desta exigência informativa é o de garantir que no momento em que tomam a sua decisão, “*as relações de poder resultantes de tal processo [de fusão] sejam previamente conhecidas e expressamente aceites pelos accionistas*”²¹⁶.

A fusão pode ser definida como “*a reunião de duas ou mais sociedades [numa só]*”²¹⁷, consistindo a sua essência na junção dos “*elementos pessoais e patrimoniais de duas ou mais sociedades preexistentes, de tal como que passe a existir uma só sociedade*”²¹⁸.

O processo de fusão previsto nos arts. 97.º a 117.º do CSC²¹⁹, permite aos acionistas formarem a sua vontade de forma livre e esclarecida, quando são chamados a definir a vontade da sociedade em relação àquela operação, considerando o legislador que, caso seja prestada a informação que dessa operação resultará um novo controlador, os acionistas da sociedade terão informação e tempo suficiente para tomar a sua decisão de aprovarem ou não a fusão, legitimando (se aceitarem) ou não (se recusarem) o novo controlo que resultaria da fusão.

É então necessário destacar quais os principais elementos do processo de fusão que fazem com que seja adequado à tomada de decisão do acionista e que a sua aprovação seja um ato social revelador de uma vontade societária reforçada²²⁰: a)

²¹⁶ Cfr. JULIANO FERREIRA, *ob. cit.*, p. 205.

²¹⁷ Cfr. JORGE HENRIQUE PINTO FURTADO, *Curso de Direito das Sociedades*, 5.ª ed, Almedina, Coimbra, 2004, p. 545.

²¹⁸ Cfr. RAÚL VENTURA, *Fusão Cisão Transformação de Sociedades: Comentário ao Código das Sociedades Comerciais*, Almedina, Coimbra, 1999, p. 14 e 15.

²¹⁹ Neste subcapítulo quando não for feita referência a outro diploma legal as normas referem-se ao CSC.

²²⁰ Sobre a fusão v., RAÚL VENTURA, *Fusão*, (...) *ob. cit.*, DIOGO COSTA GONÇALVES, *Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais, A Posição Jurídica dos Sócios e a Delimitação do Statuo*

os documentos informativos do processo de fusão, b) a participação na Assembleia Geral.

a) Documentos informativos do processo de fusão

Os documentos informativos do processo de fusão ao dispor dos particulares são, essencialmente: o projeto de fusão e os documentos de fiscalização do projeto.

O projeto de fusão está previsto no art. 98.º, devendo ser elaborado em conjunto pelos conselhos de administração das sociedades envolvidas no projeto de fusão, conjugação dos arts. 98.º/1 e 406.º m)²²¹.

O conteúdo informativo deste documento é assegurado através de uma cláusula geral, onde é previsto que constem do projeto de fusão, todos os “*elementos necessários ou convenientes para o perfeito conhecimento da operação visada, tanto no aspeto jurídico, como no aspeto económico*” e da concretização dos elementos que devem obrigatoriamente constar do projeto, art. 98.º/1.

É de destacar a informação quanto à relação de troca da fusão, devendo ser indicados os critérios que foram utilizados para avaliar as sociedades e as bases em que foram estabelecidas a relação de troca, art. 98.º/1, e) e n.º 3²²². Esta informação é fundamental, uma vez que é através da determinação da relação de troca que se garante aos acionistas, que estes mantêm na sociedade resultante da fusão a mesma posição relativa que tinham no momento anterior à fusão.

O legislador entende que quando por ocasião da fusão venham a ser atribuídas ações a pelo menos 150 acionistas que não sejam investidores qualificados a fusão é qualificada como oferta pública²²³, devendo o documento respeitar as

Viae, Almedina, Coimbra, 2008, J. COUTINHO DE ABREU (coord.), *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol.II, Almedina, Coimbra, 2011 e FÁBIO CASTRO RUSSO, *Fusão e Cisão de Sociedades (Portugal)*, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (obra coletiva coord. FÁBIO ULHOA COELHO e MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 589 a 614.

²²¹ V. o projeto da fusão por incorporação da Zon com a Optimus.

²²² Sobre a avaliação das sociedades e os vários critérios possíveis, v. PEDRO VIEIRA DA GAMA LOBO XAVIER, *A avaliação de sociedades comerciais num processo de fusão*, in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Ano L, n.º 3-4, Almedina, julho - dezembro, 2009, pp. 157 a 220.

²²³ A qualificação da fusão como oferta pública não é uma evidência e suscita em nosso entender bastantes dúvidas. Destaque-se, v.g., que numa oferta pública a decisão de investir ou desinvestir é uma decisão individual tomada por cada adquirente ou alienante, sendo que na fusão a aquisição das ações

exigências previstas no regulamento (CE) n.º 809/2004, da Comissão de 29 de abril ou conter informações consideradas pela CMVM como equivalentes às de um prospeto, tal como resulta do art. 98.º/5 e do art. 134.º/2, a) do CVM.

Este juízo de equivalência informativa realizado pela CMVM não deverá ser confundido com qualquer igualdade ao nível formal.

Um prospeto de oferta pública, v.g., de aquisição, e um projeto de fusão são sempre documentos distintos, desde logo porque os factos que obrigatoriamente têm de constar dos documentos são pensados tendo em conta a natureza dessa operação em concreto. Esta afirmação pode ser corroborada, desde logo, através de uma comparação entre o art. 138.º do CVM que estabelece as exigências mínimas de informação a constar de um prospeto de OPA com as diversas alíneas do art. 98.º/1.

O que se exige é que a informação contida no documento respeite os princípios gerais legalmente previstos, devendo conter *“informação completa, verdadeira, atual, clara, objetiva e lícita, que permita aos destinatários formar juízos fundados sobre a oferta”*, art. 135.º CVM.

Da experiência prática no DMEI foi possível concluir que é recomendável que a elaboração do projeto de fusão, quando uma das sociedades esteja sujeita à supervisão da CMVM, seja realizada com uma constante interação entre a CMVM e os autores do mesmo. A troca de comentários contínua trará vantagem para todos os envolvidos²²⁴.

Uma vez aprovado pelos membros dos órgãos de administração das sociedades envolvidas, o projeto de fusão deve ser registado no registo comercial, art. 100.º/1 e art. 3.º/1, p) do CRC. A publicação do registo do projeto de fusão é

surge em decorrência de uma deliberação societária, não existindo assim uma vontade individualmente expressa de cada destinatário. A entrega das ações aos acionistas das sociedades fundidas é a execução de uma operação aprovada através de uma deliberação social, o que é totalmente diferente do processo de aceitação de oferta pública, uma vez que este resulta de uma decisão individual de cada acionista. Para uma análise mais detalhada sobre a qualificação da fusão como oferta pública, v. ELDA MARQUES e ORLANDO VOGLER GUINÉ, *Artigo 98 in Código (...) ob. cit.*, pp. 188 a 192.

²²⁴ V. ELDA MARQUES e ORLANDO VOGLER GUINÉ, *ob. cit.*, p. 192.

obrigatória e dá-se de forma automática e oficiosa, art. 100.º/5 e arts. 70.º/1, a) e 71.º do CRC.

A convocação da Assembleia Geral depende de ter sido efetuado o registo do projeto de fusão, devendo decorrer no mínimo um mês a contar da data da publicação da convocatória, sendo esta automática e gratuitamente publicada simultaneamente ao pedido de registo, se neste for mencionada, a disponibilidade dos documentos informativos na sede de cada sociedade envolvida no processo de fusão e a data em que será realizada a Assembleia Geral, art. 100.º/2. No caso de ser um documento com informação equivalente a um prospeto este deverá estar disponível com pelo menos 15 dias de antecedência em relação à data da Assembleia Geral, art. 134.º/2, a) do CVM²²⁵.

Nos casos em que a fusão seja executada através de mecanismo similar à distribuição de valores mobiliários, no âmbito de oferta pública, é nosso entender que deverá o projeto de fusão ser divulgado, pelo emitente, através do Sistema de Difusão de Informação da CMVM, uma vez que constituirá informação privilegiada nos termos do art. 248.º CVM e não existem razões para que não cumpra, também neste ponto, as exigências de publicidade do prospeto, art. 140.º CVM.

O projeto de fusão, as contas, relatórios dos órgãos de administração, relatórios e pareceres dos órgãos de fiscalização e deliberações de Assembleias Gerais sobre essas contas, relativamente aos últimos três exercícios e os outros documentos de fiscalização, que serão de seguida analisados, ficam, tal como mencionados na convocatória, disponíveis para consulta na sede das empresas envolvidas no processo de fusão, podendo ser obtida uma cópia gratuita de todos estes documentos, tal como resulta da conjugação dos arts. 100.º/3 e 101.º.

²²⁵ Em nosso entender não se justifica esta diferença de prazos entre o CSC e o CVM. A convocação da Assembleia Geral é competência do Presidente da Mesa da Assembleia Geral, art. 377.º/1 CSC, devendo, em nosso entender, ser respeitado o prazo mais alargado, previsto no CSC de forma a assegurar que os acionistas e os outros interessados na fusão, tenham o tempo suficiente para analisarem a informação e formarem a sua decisão.

As regras quanto ao conteúdo informativo e sua publicação, quer do projeto de fusão, quer da convocatória para a Assembleia Geral, demonstram a preocupação do legislador em assegurar que os acionistas dispõem de informação e tempo suficientes para tomar a sua decisão de forma livre e esclarecida²²⁶.

Face à importância da operação e à tecnicidade de alguns aspetos decisivos para os acionistas, v.g., a relação de troca, o legislador entendeu que o órgão de fiscalização das sociedades envolvidas no processo de fusão deverá pronunciar-se.

O órgão de fiscalização das sociedades envolvidas no projeto de fusão deverá obrigatoriamente emitir parecer sobre o projeto de fusão e os seus anexos²²⁷, acrescentando²²⁸ a este documento, salvo deliberação unânime em sentido contrário dos titulares de valores mobiliários que confirmem direitos de voto de todas as sociedades envolvidas no processo de fusão, um relatório de um ROC ou de uma SROC, independente, de todas as sociedades envolvidas no projeto de fusão, art. 99.º/1 a 3.

O ROC ou a SROC poderá ser o mesmo para todas ou para algumas das sociedades envolvidas na fusão se estas assim o entenderem, devendo neste caso ser designado, mediante solicitação conjunta, pela Ordem dos Revisores Oficiais de Contas, devendo pronunciar-se quanto à admissibilidade e razoabilidade do rácio de troca apresentado no projeto de fusão, art. 99.º/4²²⁹.

b) Participação na Assembleia Geral

A participação dos acionistas em Assembleia Geral que tenha como ponto da ordem de trabalhos a aprovação do projeto de fusão é importante ao nível da

²²⁶ Estes propósitos, servem também para informar outros *stakeholders*, v.g., credores e obrigacionistas, sem o consentimento dos quais a fusão não poderá ser registada, art. 101.º-A e 101.º-B.

²²⁷ V. o parecer da Comissão de Auditoria da Zon na sequência da fusão por incorporação desta sociedade com a Optimus, de dia 22 de janeiro de 2013.

²²⁸ Devido ao âmbito deste trabalho apenas temos em consideração as S.A. que nos termos do art. 278.º/1 seja qual for a modalidade escolhida têm sempre órgão de fiscalização, razão pela qual não se faz referência à possibilidade prevista no art. 99.º/2 de o exame realizado pelo revisor oficial de contas ou por sociedade de revisores oficiais de contas substituir o parecer do órgão de fiscalização interno.

²²⁹ A letra da lei ainda faz referência à Câmara dos Revisores Oficiais de Contas, hoje em dia designada por Ordem dos Revisores Oficiais de Contas.

informação que é prestada no decorrer da mesma, mas, essencialmente, porque é o momento da formação da vontade da sociedade, mediante exercício do direito de voto dos acionistas.

A Assembleia Geral é o momento crucial onde a fusão é efetivamente decidida, bem como a ocasião em que os acionistas devem colocar as dúvidas que tenham surgido da análise da documentação informativa providenciada.

A prestação da informação, apesar de ser de natureza instrumental à participação na deliberação, é fundamental para assegurar que os acionistas, no momento em que exercem o seu direito de voto, estão totalmente esclarecidos.

A reunião iniciar-se-á com a declaração expressa da administração relativa à existência ou não de alterações relevantes nos factos apresentados no projeto de fusão. Caso existam, devem então ser apresentadas as alterações que têm de ser feitas ao projeto de fusão de forma a refletir essas alterações fáticas, cabendo aos acionistas deliberar se o processo de fusão deve ser reformulado ou se a apreciação da proposta se mantém, art. 102.º/1.

Os acionistas detêm a faculdade de exigir informações sobre qualquer das sociedades envolvidas no processo de fusão que considerem indispensáveis para o seu esclarecimento, art. 102.º/4.

É, assim, clara a intenção do legislador em assegurar que no momento em que o acionista exerce o direito de voto tenha oportunidade de esclarecer todas as dúvidas.

O acionista tem assim a oportunidade de mostrar a sua posição favorável à operação de fusão e às relações de poder que desta decorrem ao contribuir para a constituição da maioria qualificada legalmente exigida ou mostrar o seu descontentamento votando em sentido contrário. A deliberação de aprovação da operação de fusão deverá ser tomada, salvo disposição estatutária diversa, nos termos previstos para a alteração do contrato de sociedade, arts. 103.º/1, 383.º/2 e 3 e 386.º/3.

Um aspeto que cumpre salientar e que é condição necessária ao registo da fusão, é a necessidade do consentimento do(s) sócio(s) prejudicado(s) com esta, elencando o legislador as situações em que tal ocorre, art. 103.º/2.

Em suma, a adoção de uma deliberação a que a lei impõe a exigência de ser adotada por uma maioria qualificada e a existência de vários documentos informativos asseguram a legitimidade do processo de fusão enquanto importante forma de concentração económica. Por outras palavras, a lei não se preocupa apenas em assegurar que os acionistas tenham conhecimento total da operação e da estrutura de poder que irá resultar da sociedade, exigindo ainda a aceitação, através de uma maioria qualificada, por parte dos acionistas das sociedades envolvidas.

Um segundo aspeto já evidenciado por FERREIRA²³⁰ é o de que da letra da lei parece resultar que a informação apenas deve constar da Assembleia Geral da sociedade em relação à qual resultaria o dever de lançamento de OPA²³¹.

Como é salientado pelo autor, a modalidade da fusão por incorporação não é a única, existindo ainda a fusão por constituição de uma nova sociedade, respetivamente alíneas a) e b) do art. 97.º/4.

Na fusão por constituição de uma nova sociedade, a sociedade onde o controlo se irá efetivar apenas se constitui no momento do registo da fusão, não podendo assim existir uma deliberação de uma Assembleia Geral de uma sociedade, à data, inexistente, art. 112.º. É necessário então que todas as Assembleias Gerais

²³⁰ V. *ob. cit.*, pp. 207 e 208.

²³¹ O art. 189.º/1 c), prevê que a derrogação será concedida, “*se da deliberação da assembleia geral da sociedade emitente dos valores mobiliários em relação aos quais a oferta seria dirigida constar expressamente que da operação resultaria o dever de lançamento de oferta pública de aquisição*”. A referência a que a informação deva constar da deliberação da Assembleia Geral, não é a mais feliz. Em nosso entender, levanta dúvidas quanto ao local em que a mesma deve ser prestada, em especial, se terá de constar da informação preparatória da Assembleia Geral, *maxime*, do projeto de fusão, e da convocatória para a Assembleia Geral ou bastará a previsão no projeto de fusão. É nosso entender, que devido à relevância da informação para os acionistas esta deverá ser prestada tanto na informação preparatória da Assembleia Geral como na sua convocatória, assegurando-se o maior nível de publicidade possível. No caso da fusão por incorporação da Optimus com a Zon, a informação de que um acionista iria assumir o controlo da sociedade incorporante constava dos vários documentos informativos preparatórios da Assembleia Geral de 7 de março de 2013, bem como do projeto de fusão, v. em especial, pp. 14 e 15 do projeto de fusão e proposta do conselho de administração da Zon, integrante da convocatória, em especial, considerando g).

das sociedades envolvidas, que se irão extinguir e dar origem a uma nova por efeito da fusão, se pronunciem.

É ainda de lembrar que o projeto de fusão é comum às duas sociedades²³² e elaborado em conjuntos pelo órgão de administração das mesmas, devendo tal informação constar no projeto de fusão²³³ e por esse motivo ser apresentada de igual forma aos acionistas das sociedades envolvidas como exigido pelo art. 100.º/2, razão pelo qual acabará por constar da Assembleia Geral das duas sociedades.

Em suma, concorda-se plenamente com FERREIRA, quando, ao justificar a necessidade de constar na deliberação de todas as sociedades envolvidas no processo de fusão, afirma: *“porque afecta a totalidade dos futuros co-accionistas, deve ser dada a conhecer a todos, independentemente de os mesmos integrarem a estrutura acionista da sociedade incorporada ou não”*²³⁴.

4.2.2 A sua razão de ser

Apresentados, ainda que sumariamente, os aspetos principais do processo de fusão, é necessário analisar os fundamentos que são invocados como justificativos da operação de fusão como forma de derrogação do dever de lançamento de OPA obrigatória.

CALVÃO DA SILVA é claro ao afirmar “[a] razão é esta: os interesses a acautelar com a obrigatoriedade de OPA já estão, aos olhos da lei, suficientemente protegidos pelas regras da fusão de sociedades”²³⁵. Na opinião do mesmo autor, esta derrogação seria *“equivalente, por assim dizer, à renúncia ao direito de*

²³² O projeto de fusão apresentado aos acionistas das várias sociedades envolvidas no processo de fusão deverá ser exatamente o mesmo, v. DIOGO COSTA GONÇALVES, *Artigo 98.º* (coord. A. MENEZES CORDEIRO), in *Código das Sociedades Comerciais, Anotado*, 2.ª ed. Almedina, Coimbra, 2011, p. 348.

²³³ V.g., o projeto de fusão por incorporação da Zon com a Optimus, em especial, pp. 14 e 15.

²³⁴ Cfr. *ob. cit.*, p. 208.

²³⁵ Cfr. *Fusão de Sociedades, Acordo de voto e Derrogação da Obrigatoriedade de OPA*, in *Estudos (...)* *ob. cit.*, p. 50.

lançamento de OPA, em prol da racionalização e das sinergias empresariais inerentes à operação de fusão”²³⁶.

CÂMARA apresenta dois grandes fundamentos: i) as operações de fusão proporcionam, em princípio, uma maior dispersão do capital; ii) o elevado grau de legitimação da concentração que é conferido pelo regime legal da operação de fusão, v.g., ao serem previstos um conjunto de procedimentos que permitem aos acionistas uma tomada de decisão livre e esclarecida, sabendo desde logo que daquela operação decorria o dever de lançamento de OPA, sendo ainda dada a possibilidade de pronúncia aos acionistas sobre a relação de troca das participações sociais na sociedade incorporante. Considera o autor que deste modo estariam ressaltados os mesmos interesses que se pretendem proteger no regime da OPA obrigatória²³⁷.

FERREIRA DE ALMEIDA invoca razões de política legislativa, considerando que os acionistas tiveram, ainda que limitada ao seu poder de voto, oportunidade para no decurso do processo de fusão se oporem a essa operação “*e, em última análise para incentivar os processos de fusão.*”²³⁸. Reconhecendo porém o autor que “*na verdade, ficam desprotegidos os accionistas que tenham estado ausentes ou se tenham absterido no ato de deliberação da fusão ou que, tendo votado contra, não disponham do direito estatutário de exoneração. [...] Repare-se ainda que os accionistas que se exonerem recebem uma contrapartida com valor tendencialmente inferior ao que resultaria da OPA obrigatória*”²³⁹.

O ponto de convergência nas opiniões dos autores é o de que o fundamento da derrogação é o de o controlo ser adquirido por via de uma operação, fusão, que prevê um processo legal suficiente, pela informação que é prestada aos acionistas e pela possibilidade que lhes é dada de exercer o seu voto, para tutelar, com a mesma intensidade, os interesses que se colocam em causa na OPA obrigatória.

²³⁶ Cfr. *Suspensão (...) ob. cit.*, p. 19.

²³⁷ V. PAULO CÂMARA, *O Dever (...) ob. cit.*, pp. 252 e 253.

²³⁸ Cfr. *OPA (...) ob. cit.*, p. 13.

²³⁹ Cfr. *OPA (...) ob. cit.*, p. 13, nota 26.

Se os acionistas sabem que, em consequência da fusão, irá surgir um controlador e, ainda assim, decidem aprovar a fusão, legitimam esse controlo.

Em suma, o controlo adquirido em resultado da fusão é legitimado pelos termos em que ocorre e pela legitimidade que lhe é concedida pela deliberação, por maioria qualificada, que aprova a operação.

Com o devido respeito que merecem os autores, consideramos que alguns dos argumentos não são procedentes e que o argumento da legitimação apenas merece concordância parcial.

O argumento invocado por CÂMARA de que “*a fusão é estruturalmente uma técnica que mantém a dispersão, logrando até potenciar a fragmentação da propriedade acionista*”²⁴⁰ parece “deslocado”.

Se é verdade em termos gerais, perde aplicação perante a norma concreta em análise, uma vez que é a própria previsão da norma a exigir o estabelecimento de um controlo em resultado da fusão, sendo para tal necessário uma concentração de direitos de voto na esfera de um determinado acionista, aquele que vai assumir o controlo.

O argumento de CALVÃO DA SILVA, por sua vez, parece não ter em consideração todos os interesses em presença. Se a afirmação de que a derrogação poderá ser entendida como equivalente a uma renúncia do direito à OPA, faz todo o sentido em relação aos acionistas que votem a favor da fusão, não parece que este argumento seja procedente em relação aos acionistas que votem contra o processo de fusão, uma vez que estes não só não renunciam como se opõem.

Concordamos com os autores que o processo de fusão assegura aos acionistas informação adequada para estes se pronunciarem sobre a viabilidade económica da operação e para saberem que dela resultará um controlador, não sendo assim surpresa as relações de poder que surgem no final da fusão.

²⁴⁰ Cfr. *O Dever (...) ob. cit.*, p. 252.

Contudo, esta situação esconde em si, em nosso entender, dois problemas: a) o de saber se o benefício exclusivo que irá resultar da fusão para um acionista, a obtenção do controlo, o coloca numa situação de conflito de interesses com a sociedade no momento em que exerce o seu voto na Assembleia Geral²⁴¹; b) a inexistência de um direito de saída dos acionistas que votando contra o projeto de fusão veem a operação ser aprovada, não tendo contribuído para a legitimação desse controlo.

a) Eventual conflito de interesses com a sociedade no exercício do direito de voto de quem vai adquirir o controlo

A questão que cumpre analisar neste ponto é se o benefício exclusivo que um acionista terá, a aquisição de controlo, o posiciona numa situação de conflito de interesses com a sociedade.

Nos termos do art. 384.º/6 CSC²⁴², um acionista de uma S.A. estará impedido de exercer o seu direito de voto nos casos expressamente previstos na lei ou quando a deliberação incida sobre uma das situações apresentadas no elenco previsto no mesmo artigo.

Ao comparar com a redação do art. 251.º/1 em que são previstos os impedimentos de voto dos sócios de uma sociedade por quotas é possível concluir que para as S.A. não é prevista a cláusula geral de impedimento, a todo o acionista que “*se encontre em situação de conflito de interesses com a sociedade*”.

Contudo, certos autores defendem a aplicação desta cláusula geral às S.A. através da utilização dos diversos elementos interpretativos, previstos no art. 9.º do CC²⁴³.

²⁴¹ V. JULIANO FERREIRA, *ob. cit.*, pp. 209 e 210.

²⁴² Neste subcapítulo quando não for feita referência a outro diploma legal as normas referem-se ao CSC.

²⁴³ Neste sentido, v. COUTINHO DE ABREU, apesar de reconhecer que o art. 384.º “*n.º 6 não explicita que os impedimentos de voto radicam em situações de conflito de interesses entre o acionista e a sociedade*” são as situações de conflito de interesses, “*que justificam aqueles impedimentos ou inibições*”, cfr. Artigo 384.º (coord. J. COUTINHO DE ABREU) *Código das Sociedades Comerciais em Comentário*, vol.IV,

Admitindo como procedente a posição doutrinária que defende a possibilidade de haver casos de impedimento para além dos previstos expressamente no art. 384.º, é necessário tentar perceber se, neste caso concreto, estamos, ou não perante uma situação de conflito de interesses entre o acionista e a sociedade.

GUINÉ, ao analisar uma questão materialmente conexa com a agora em análise - a de saber se um oferente que à data da OPA é acionista da sociedade visada poderá ou não exercer o seu direito de voto numa Assembleia Geral que tenha como ponto da ordem de trabalhos uma deliberação essencial para a procedência da oferta, v.g., a eliminação de tetos estatutários -, defende em tais circunstâncias a inexistência de uma situação de conflito de interesses.

Sustenta aquele autor que, *“tal como se poderá dizer que o oferente está em conflito de interesses porque pretende adquirir participações [...], igualmente se terá de dizer que boa parte dos restantes accionistas poderão estar em conflito de interesses, seja por poderem pretender alienar na OPA [...], seja por pretenderem alienar a um preço superior e assim votarem para impedir o sucesso da oferta ao preço oferecido”*²⁴⁴.

No sentido oposto, defendendo a existência de um conflito de interesses na relação entre acionistas e para com a sociedade, escreve FERREIRA, ao considerar que a situação jurídica do acionista que se tornará controlador não é idêntica à dos demais, o que será impeditivo de um tratamento igualitário dos mesmos. Nesse sentido, escreve: *“admitir a participação no processo deliberativo do accionista que apenas será beneficiado pela aprovação da fusão constitui a aceitação de um desequilíbrio injustificado entre accionistas [...], permitindo, dessa forma, impor aos demais uma situação factual de sujeição”*²⁴⁵.

O autor constrói a sua argumentação, ainda que numa perspetiva de direito a constituir, em torno do problema da legitimação do controlador para atuar no

Almedina, Coimbra, 2011, p. 129. No mesmo sentido, v. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *Artigo 251.º (...)* ob. cit., p.733.

²⁴⁴ Cfr. *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Almedina, Coimbra, 2009, p. 208.

²⁴⁵ Cfr. ob. cit., p. 209.

âmbito das novas relações de poder decorrentes da fusão, como fundamento da derrogação do dever de lançamento de OPA, prevista no art. 189.º/1, c).

Para aquele autor este fundamento que excepciona o dever de lançamento de OPA “*apenas adquire pleno sentido no caso de [a fusão] ser deliberada unicamente pelos accionistas que não sejam pessoal e directamente beneficiados pela mesma*”²⁴⁶. Esta preocupação, legítima, será analisada mais à frente.

Em nossa opinião, a configuração do interesse exclusivo detido pelo acionista que venha a assumir o controlo em resultado da fusão, como uma situação de conflito de interesses com a sociedade dificilmente poderá ser enquadrada na previsão normativa do art. 384.º/6.

Como aponta CALVÃO DA SILVA, uma situação de conflito de interesses com a sociedade implica que se demonstre:

“- a concreta situação objetiva de conflito de interesses do requerente com a sociedade;

- a instrumentalização da deliberação visada para satisfação de interesse extra-social seja interesse pessoal dos requerentes, seja interesse de terceiro, o oferente;

- a possibilidade de a deliberação causar prejuízos à sociedade e/ou a outros sócios, tanto danos emergentes como lucros cessantes”²⁴⁷.

Se o primeiro problema relativo à natureza taxativa (ou não) do elenco previsto no art. 384.º/6 poderá ser resolvido através das regras interpretativas, como defende parte relevante da doutrina, mais difícil parece ser estabelecer *ab initio* uma “divergência de princípio entre o interesse (objetivamente avaliado) do sócio e o interesse (objetivamente avaliado também) da sociedade [...], convindo,

²⁴⁶ Cfr. *ob. cit.*, p. 209.

²⁴⁷ Cfr. *Conflito de interesses e abuso do direito nas sociedades*, in *Estudos Jurídicos (...)* *ob. cit.*, p. 123.

portanto, ao sócio uma deliberação orientada em determinado sentido e à sociedade uma deliberação orientada em sentido diferente”²⁴⁸.

Seja qual for a configuração dada ao interesse social, tanto na perspetiva *institucionalista* como na *contratualista*, em nossa opinião dificilmente se conseguirá *ab initio* apontar que aquela operação económica será contra o interesse objetivamente avaliado da sociedade.

Desde logo porque nos parece bastante difícil de se verificar o requisito de a deliberação causar prejuízos à sociedade e aos acionistas.

Caso seja claro que a fusão terá como efeitos causar prejuízos à sociedade e/ou aos sócios, dificilmente poderia o projeto de fusão²⁴⁹ ser aprovado pelos membros do órgão de administração, sob pena de virem a ser responsabilizados por incumprimento dos deveres a que estão sujeitos, em especial, o dever de lealdade que se consubstancia em atuar, entre outros aspetos, no interesse da sociedade e no interesse de longo prazo dos sócios, art. 64.º.

Devido à natureza deste trabalho, é importante salientar que, não obstante o exercício das funções de supervisão que cabem à CMVM, em especial os princípios de proteção dos investidores e do controlo da informação, art. 358.º, a) e c) do CVM, e a faculdade de dar ordens e formular recomendações concretas às sociedades sujeitas à sua supervisão, art. 360.º/1, f) do CVM, o exercício do direito de voto é matéria exclusivamente societária, cuja apreciação caberá ao Presidente da Mesa da Assembleia Geral²⁵⁰ e, em última análise, aos acionistas²⁵¹ e aos tribunais.

²⁴⁸ Cfr. JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Artigo 384.º (...) ob. cit.*, p. 130.

²⁴⁹ É de relembrar que deste projeto de fusão deverá constar de forma clara que em decorrência daquela fusão um acionista irá assumir o controlo.

²⁵⁰ V.g., a decisão do Presidente da Mesa da Assembleia Geral da PT SGPS de não autorizar o exercício do direito de voto ao acionista Telemar Norte Leste, S.A., na Assembleia Geral de 22 de janeiro de 2015, uma vez que este se tratava de uma sociedade dominada pela OI. Na OPA da Sonae sobre a PT, o Presidente da Mesa considerou, que a oferente, Sonae, não estava impedida de exercer o seu direito de voto, na Assembleia Geral de 2 de março de 2007, quando da ordem de trabalhos constava a votação de uma condição de eficácia da oferta. O Presidente da Mesa da Assembleia Geral da INAPA considerou que as várias sociedades que estavam em relação com a Caixa Geral de Depósitos, nos termos do art. 20.º/1 CVM, não estavam impedidas de votar na deliberação que teve como ponto da ordem de trabalhos, a

Nos dois casos em que foram declaradas as derrogações, a fusão da ZON com a Optimus e a da Consiste com a Pararede, os Presidentes das respetivas Mesas da Assembleia consideraram que os acionistas que iriam adquirir o controlo na decorrência da fusão, respetivamente, a ZOPT²⁵² e a Farminvest, não se encontravam impedidos de exercer o direito de voto²⁵³.

Por último, a solução *de iure constituendo* apresentada por FERREIRA, assente na previsão legal de um impedimento do direito de voto do acionista que irá assumir o controlo na decorrência da fusão, demonstra desde logo a fragilidade de um dos fundamentos da derrogação apresentados, o da legitimação da posição de controlo adquirido, que, no entendimento daquele autor, parece apenas ser verdadeira quando o acionista maioritário não tenha decisivamente contribuído para a afirmação pelo voto da sua posição de controlo.

No seguimento, a solução apresentada pelo autor consiste na adoção de um *whitewash procedure*, isto é a aprovação da operação através de uma Assembleia Geral onde apenas participariam os acionistas independentes, ou seja não participaria o acionista que vai obter o controlo, nem os que atuem em concertação com este, nos termos do art. 20.º do CVM.

Esta solução teria como mérito reforçar a legitimidade da posição de controlo que seria então resultante da vontade exclusiva dos demais acionista, fundamentando desse modo a derrogação do dever de lançamento de OPA obrigatória. Contudo, em nossa opinião, tem como desvantagem o facto de não resolver o problema da não atribuição aos acionistas minoritários de um direito

alteração do contrato de sociedade tendo em vista a adoção de uma percentagem máxima de direitos de voto a exercer por cada acionista, alteração essa que exoneraria o acionista do dever de lançamento de OPA obrigatória a que se encontrava adstrito. Sobre os poderes do presidente da Mesa da Assembleia Geral, v. ANTÓNIO MENEZES CORDEIRO, *SA: Assembleia Geral e Deliberações Sociais*, reimpressão, Almedina, Coimbra, 2009, em especial, pp. 39 a 81 e PEDRO MAIA, *O Presidente da Assembleia de Sócios*, in *Problemas do Direito das Sociedades*, IDET/Almedina, Coimbra, 2002, pp. 421 a 468.

²⁵¹ Os acionistas minoritários poderão intentar uma ação de anulação da deliberação social nos termos do art. 58.º/1, b).

²⁵² Em rigor quem ficaria onerado com o dever de lançamento de OPA obrigatória subsequente, seriam os *ultimate beneficial owners* da sociedade, Isabel dos Santos e Belmiro de Azevedo.

²⁵³ V. os comunicados informativos da Assembleia Geral de acionistas da Pararede e da Zon, respetivamente, de 11 de junho de 2008 e de 7 de março de 2013, onde não consta a divulgação de qualquer impedimento.

de saída, situação esta que nos parece, como se irá explicar mais à frente, a melhor forma de conjugar todos os interesses em jogo e, mais do que isso, parece ser imposta pelos princípios da proteção dos acionistas minoritários previstos no art. 3.º/1, a) *in fine* da DdOPA.

b) Inexistência de um direito de saída efetivo aos acionistas minoritários

A fusão é uma técnica de concentração económica que, ao contrário da OPA, não oferece – salvo previsão estatutária e no caso da fusão por incorporação de sociedade detida pelo menos a 90% por outra - um direito de saída efetivo aos acionistas que não concordem com essa operação.

Para fundamentar esta afirmação é necessário apresentar e tentar compreender o alcance do disposto no artigo 105.º, com a epígrafe *Direito de Exoneração*, ainda que brevemente²⁵⁴.

A maioria da doutrina²⁵⁵ tem defendido que o art. 105.º, não consagra um direito de exoneração, prevendo apenas a sua regulamentação nos casos em que a lei ou os estatutos assim disponham²⁵⁶.

O principal argumento dos autores que defendem esta posição é de natureza literal, o de que a letra da lei não permite outra interpretação, acrescendo a este os seguintes argumentos: (i) a proteção que é dada aos acionistas através do processo de fusão, em especial, através da prestação de informação, da manutenção relativa da posição de todos os acionistas na sociedade resultante da fusão, e da necessidade de consentimento dos acionistas que sejam prejudicados

²⁵⁴ Para uma análise mais detalhada sobre as diferentes opiniões doutrinárias sobre o alcance desta norma, v. por todos a exposição feita por DANIELA FARTO BATISTA, *O Direito de Exoneração dos Accionistas: das suas causas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2005, pp. 198 a 227.

²⁵⁵ V. RAÚL VENTURA, *Fusão (...) ob. cit.*, pp. 137 a 148, este autor é claro quando afirma: “o art. 105.º não atribui por ele próprio tal direito, o que equivale a dizer que o legislador não considerou que a fusão em si mesma e em qualquer tipo de sociedade, justifique o voluntário afastamento de sócios”, cfr., p. 140. No mesmo sentido, v. JOSÉ A. ENGRÁCIA ANTUNES, *Aquisição Tendente ao Domínio Total: Da sua Constitucionalidade*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, p. 97, nota 182 e JORGE MANUEL COUTINHO DE ABREU, *Curso de Direito Comercial*, vol.II., 4.ª ed., Almedina, Coimbra, p. 420 e 421 e DIOGO COSTA GONÇALVES, *Direitos Especiais e o Direito de Exoneração em Sede de Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais*, in *O Direito*, Almedina, Coimbra, ano 138, II, 2006, pp. 313 a 362.

²⁵⁶ Não se conhece nenhuma sociedade cujos os estatutos prevejam o direito de exoneração, com fundamento na aprovação do projeto de fusão.

com a operação; (ii) a inexistência da previsão de um direito de exoneração por parte do legislador europeu²⁵⁷; (iii) pela prevalência da necessidade de reestruturação societária sobre o interesse dos acionistas descontentes.

Porém parte da doutrina tem vindo a qualificar o artigo 105.º como constitutivo do direito de exoneração²⁵⁸, sendo esta posição justificada, no seu entender, por “*uma razão fundamental que facilmente se deduz: a profunda modificação da relação societária que ambas [fusão e a cisão] produzem*”²⁵⁹, sendo ainda questionado o efeito útil do mesmo quando a sua letra fazia referência à previsão legal de casos de exoneração, remissão essa que era vazia.

Embora se considerem compreensíveis as preocupações apontadas pelos autores relativamente à modificação societária resultante da fusão, parece-nos que dificilmente se pode afirmar que o art. 105.º *per se* é fonte de um direito de exoneração.

Se dúvidas existissem, a alteração legislativa, posteriormente realizada²⁶⁰, com a adição do art. 116.º, em que se prevê expressamente a atribuição de um direito de exoneração, parece tê-las esclarecido. O legislador previu expressamente no art. 116.º/4 a consagração de um direito de exoneração, remetendo para o art. 105.º a regulação do mesmo.

É importante ainda relembrar uma desvantagem económica da previsão de um direito de exoneração: a de um acionista levar consigo parte do valor da sociedade. Caso a sociedade não encontre quem adquira a participação do acionista que pretende a exoneração, terá de ser aquela a suportar esse encargo, art. 105.º/1 *in fine*.

²⁵⁷ V. Diretiva 2011/33 UE do Parlamento Europeu, de 5 de abril de 2011.

²⁵⁸ V. Daniela FARTO BATISTA, *ob. cit.*, pp. 227 a 230 e PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *ob. cit.*, pp. 13 a 19.

²⁵⁹ Cfr. DANIELA FARTO BATISTA, *ob. cit.*, p. 227. Neste mesmo sentido v. PAIS DE VASCONCELOS, quando refere que nos casos de fusão “*dá-se uma modificação radical no estatuto da sociedade que justifica que ao sócio descontente seja facultada a possibilidade de se apartar*”, cfr. *ob. cit.*, p. 16.

²⁶⁰ Foi através do Decreto-lei n.º185/2009, de 12 de agosto que foi consagrado no art. 116.º/3 e 4 este direito de exoneração.

Como já foi apresentado anteriormente, na OPA obrigatória o regime não se preocupa apenas em assegurar a existência de um direito de saída a todos os acionistas, mas regula também os termos dessa saída, assegurando que a contrapartida oferecida é uma contrapartida equitativa.

Assim, o segundo ponto que importa destacar é que mesmo que os acionistas tivessem um direito de saída através do processo de fusão, que não têm, a contrapartida seria, porventura, inferior à oferecida na OPA²⁶¹.

A contrapartida a apurar, nos termos do art. 105.º/2, “*é o valor equitativo apurado segundo as regras da arte, por avaliadores sérios, competentes e independentes. Este valor deve corresponder à proporção, à quota parte do sócio, no valor real da sociedade*”²⁶².

Como resulta do já anteriormente apresentado, na OPA obrigatória a determinação do valor da contrapartida baseia-se em valores de mercado, sendo garantido ainda que o valor oferecido pelo oferente é pelo menos igual aquele que este tenha pago a qualquer acionista pela venda das suas ações nos últimos 6 meses, art. 188.º/1, a) e b) do CVM.

Só quando ocorrerem os factos excecionais, previstos no art. 188.º/3 do CVM é que se recorrerá à avaliação económica por um auditor independente, para fixar um valor de contrapartida mínimo, assumindo assim esta avaliação um papel supletivo²⁶³.

A contrapartida determinada de acordo com as regras da OPA obrigatória, acaba, assim, por assumir um valor, tendencialmente, superior ao que resulta da avaliação prevista para a exoneração, desde logo porque caso exista um prémio de controlo este deverá ser incluído na contrapartida, o que não ocorre no âmbito de uma avaliação que tenha como único critério de avaliação o património da sociedade.

²⁶¹ V. CARLOS FERREIRA DE ALMEIDA, *OPA (...) ob. cit.*, p. 13, nota 26.

²⁶² Cfr. PEDRO PAIS DE VASCONCELOS, *ob. cit.*, p. 18.

²⁶³ Foi o que ocorreu na OPA da FC. Porto, SAD, que decorreu durante o período de estágio, v. comunicado da CMVM de dia 10 de outubro de 2014.

Concluindo, o processo de fusão não assegura um direito de saída aos acionistas minoritários e, mesmo que o fizesse, a contrapartida oferecida seria tendencialmente inferior à que resultaria da aplicação das regras previstas para OPA obrigatória, regras essas enquadradas pela DdOPA de forma a garantir a saída do acionista, mediante o pagamento de uma contrapartida equitativa, quando um acionista adquire o controlo.

Resulta assim claro que não estamos perante um instituto que atribua aos acionistas o mesmo nível de proteção que existe no regime da OPA obrigatória.

4.3 Análise da fusão como forma de exclusão do dever de lançamento de OPA em certos Estados Membros da U.E.

Apresentado em traços gerais o regime português é importante perceber como certos ordenamentos jurídicos europeus trataram a posição de domínio resultante do processo de fusão, o que faremos de forma resumida em respeito à necessária limitação de extensão do nosso trabalho. Em todo o caso, a contraposição será reveladora²⁶⁴.

Como será de seguida exposto, em nenhum dos ordenamentos jurídicos analisados foi o controlo adquirido em consequência de uma operação de fusão previsto como derrogação, como sucede na nossa ordem jurídica, sendo apenas previsto como dispensa - sujeito assim à apreciação da autoridade de supervisão - e ou à adoção de um *whitewash procedure*.

4.3.1 Alemanha

O regime alemão é, neste ponto, bastante diferente do português ao ser concedida discricionariedade à *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, “BaFin”, para considerar que no caso concreto, tendo em conta os interesses do adquirente das participações e dos restantes titulares, a aquisição é justificada, dispensando

²⁶⁴ Para uma descrição das derrogações e exceções nos vários Estados Membros, v. MARCUS PARTNERS/CEPS, *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 2012, em especial, pp. 139 a 155.

assim o lançamento de OPA obrigatória § 37 do *Wertpapiererwerbs – und Übernahmegesetz – WpÜG* (2002)²⁶⁵.

O supervisor tem em consideração a forma de obtenção do controlo, a estrutura acionista da sociedade visada, a possibilidade de exercer o controlo e durante quanto tempo pretende o acionista manter a sua participação acima do limite que origina a imputação dos direitos de voto.

4.3.2 Itália

No art. 106.º/5 do *Testo Unico della Finanza*, “TUF”, o legislador habilita o supervisor, a *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, “Consob”, a estabelecer através de regulamento as derrogações ao dever de lançamento de OPA obrigatória, adiantando, desde logo, alguns exemplos, onde cumpre destacar o controlo adquirido via fusão, art. 106.º/5, e) do TUF.

O *Regulamento Emitenti* n.º 11971 de 14 de Maio de 1999, concretizou a habilitação prevendo as derrogações no art. 49.º, relevando no caso da fusão a alínea g) do número 1 e os números 2 e 3.

O legislador italiano, aquando da transposição da DdOPA, alterou a redação da derrogação, tendo como principal objetivo intensificar a proteção concedida aos acionistas minoritários. Esta alteração foi justificada pela Consob nos seguintes termos, “*the experience of applying the current rules to the aforementioned cases (bailout and mergers/spin-offs) has shown that the alternative solutions that condition the exemption to the existence of objective elements, are not in and of themselves always effective in discriminating the cases where the purpose of the transaction justifies the minority interests sacrifice from those where this balance is not achieved. In requiring the involvement of independent shareholders, the*

²⁶⁵ Para além das derrogações o regime alemão prevê a desconsideração de direitos de voto, § 37 do *Wertpapiererwerbs – und Übernahmegesetz – WpÜG*, deixando de serem relevantes os votos adquiridos nesses termos, para o cômputo da participação para efeitos de OPA.

solutions proposed are in line with Consob regulation on related party transactions”²⁶⁶.

A concessão da derrogação depende, desde então, da adoção de um *whitewash procedure*, a aprovação da fusão em Assembleia Geral em que participam os acionistas independentes. Não são contabilizados os votos do acionista que irá assumir o controlo em consequência da fusão nem dos acionistas que detenham individualmente ou de forma concertada uma participação maioritária, absoluta ou relativa superior a 10% dos direitos de voto.

De forma a evitar comportamentos oportunistas dos acionistas minoritários, os estatutos da sociedade podem prever que apenas participam na Assembleia Geral os acionistas que detenham uma determinada percentagem dos direitos de voto, não podendo esta ser superior a 7,5% dos direitos de voto, art. 49.º/2²⁶⁷.

4.3.3 França

No *Règlement Général de L’Autorité des Marchés Financiers* publicado em 24 de novembro de 2004, é previsto o poder da *Autorité des Marchés Financiers*, “AMF”, de analisar o caso concreto, estando vinculada às derrogações previstas na lei, arts. 234-8 e 234-9 do *Règlement Général de L’Autorité des Marchés Financiers*.

A AMF decidirá tendo em consideração as circunstâncias em que o patamar dos direitos de voto foi ultrapassado, a estrutura acionista da sociedade e, quando aplicável, os termos em que a transação foi ou será aprovada na Assembleia Geral de acionistas da sociedade visada.

A fusão é uma das exceções à regra da OPA obrigatória previstas no art. 234-9, perante as quais a AMF poderá decidir conceder ou não a derrogação, prevendo-

²⁶⁶ Cfr. *Consultation Paper, Transposition of Directive 2004/25 EC of the European Parliament and of the Council and Review of Regulations on Takeover Bids and Exchange Tender Offers*, de 6 de outubro 2010.

²⁶⁷ Esta opção do legislador italiano é explicada de forma mais detalhada no *Consultation Paper, Transposition of Directive 2004/25 EC of the European Parliament and of the Council and Review of Regulations on Takeover Bids and Exchange Tender Offers*, de 18 de fevereiro de 2011.

se no 3.º o caso em que a fusão é sujeita a aprovação de Assembleia Geral de acionistas e no 4.º o caso em que, além da aprovação na Assembleia Geral, existe um acordo entre acionistas das sociedades envolvidas no processo de fusão para estabelecer um controlador.

No art. 234-10 é dada a possibilidade de a derrogação ser concedida antes da Assembleia Geral, devendo a AMF ser mantida informada do decurso dos acontecimentos, podendo, caso os termos iniciais, em que se fundou a derrogação, não sejam respeitados, declarar a nulidade da declaração de derrogação emitida anteriormente.

4.3.4 Espanha

Em Espanha, a *Ley 24/1988* de 28 de julho, *Ley del Mercado de Valores*, prevê no art. 60.º/5, i) que as operações excluídas ao regime da OPA obrigatória serão estabelecidas através de regulamento, sendo assim importante ter em conta o *Real-Decreto* 1066/2007 de 27 de julho.

No que diz respeito às fusões o legislador separa duas situações.

O art. 7.º do *Real-Decreto* 1066/2007 trata das tomadas de controlo indiretas ou *sobrevenidas*, prevendo a situação em que as sociedades envolvidas na fusão detêm direitos de voto de uma outra sociedade, resultando da transferência do património para a sociedade incorporada ou para a nova sociedade resultante da fusão a ultrapassagem do limite quantitativo previsto no art. 4.º.

Ultrapassado o patamar, o “controlador” tem duas possibilidades, em alternativa, para tentar evitar o dever de lançamento de OPA: vender, dentro do prazo de 3 meses, os valores mobiliários suficientes para que a sua participação seja inferior ao patamar quantitativo, não podendo exercer nesse período os direitos de voto que excedam o patamar, ou requerer uma dispensa à entidade de supervisão a *Comisión Nacional del Mercado de Valores*, “CNMV”.

A dispensa por parte da CNMV vem prevista no art. 4.º/2, podendo, mediante solicitação do interessado, ser concedida quando fique provado que existe outra entidade que detém uma participação superior à do agora obrigado ao lançamento.

No art. 8.º do *Real-Decreto* 1066/2007, estão previstas as derrogações, “*supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control*”, mediante requerimento do obrigado dirigido à CNVM, sendo um desses casos, a ultrapassagem do patamar em resultado da fusão.

O requerimento será aprovado pela CNVM, quando o acionista tenha votado contra na deliberação que aprovou a fusão e a justificação da operação não tenha como objetivo principal a tomada de controlo mas um objetivo industrial ou empresarial.

4.3.5 Reino Unido

No Reino Unido, as possibilidades de exclusão do dever de lançamento de OPA estão previstas no *City Code on Takeovers and Mergers*, sendo o *Panel on Takeovers and Mergers*, “*The Panel*”, a instituição, no âmbito de aplicação da DdOPA, responsável pelo exercício das funções de supervisão e de regulação²⁶⁸.

O sistema inglês é um sistema misto, existindo casos de derrogações, previstas, nas *Notes on Dispensations from Rule 9*, tendo o *The Panel* competência para dispensar o dever de lançamento de oferta pública obrigatória, não só nos casos previstos na lei, mas também em qualquer outro, em que considere “*that the particular rule [regra da OPA obrigatória] would operate unduly harshly or in an unnecessarily restrictive or burdensome or otherwise inappropriate manner (in which case a reasoned decision will be given)*”²⁶⁹. O supervisor é claro ao

²⁶⁸ Para uma análise mais aprofundada do sistema jurídico britânico e das suas especialidades, v. JORGE RIBEIRO MENDONÇA, *A tomada de sociedade através de oferta pública de aquisição*, in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, vol. 45, n.ºs 1 e 2, Coimbra Editora, Coimbra, 2004. pp. 65 e 66, e PETER BURBIDGE, *United Kingdom*, in *Takeover (...) ob. cit.*, pp. 571 a 604.

²⁶⁹ Cfr. *City Code* p. A. 2.

afirmar que qualquer derrogação ou dispensa deverá respeitar os princípios gerais constantes da diretiva²⁷⁰.

A situação em que um acionista adquire o controlo em decorrência de uma fusão parece poder ser enquadrada no primeiro caso previsto nas *Notes on Dispensations from Rule 9*, onde se prevê a possibilidade de dispensa do dever de lançamento, nos seguintes termos: “[w]hen the issue of new securities as consideration for an acquisition [...] would otherwise result in an obligation to make a general offer under this Rule, the Panel will normally waive the obligation if there is an independent vote at a shareholders’ meeting”. O legislador exige assim que seja adotado um *whitewash procedure*, de forma que a dispensa seja concedida.

4.4 A (des)conformidade do art. 189.º/1, c) com a diretiva das OPAs

Os Estados Membros, como ficou demonstrado, preveem várias exceções ao dever de lançamento de OPA, aproveitando a ampla margem de discricionariedade que é concedida pela DdOPA, levantando-se, em certos casos, dúvidas quanto à forma como são protegidos os interesses dos acionistas minoritários, tal como exigido pelo art. 3.º/1 a) *in fine* da DdOPA, onde se prevê:

“1. –*Para efeitos de aplicação da presente diretiva os Estados Membros asseguram que sejam respeitados os seguintes princípios:*

- a) *Todos os titulares de valores mobiliários de uma sociedade visada de uma mesma categoria devem beneficiar de um tratamento equivalente; além disso,*

²⁷⁰ Cfr. City Code p. A. 2, “The Panel may derogate or grant a waiver to a person from the application of a rule (provided, in the case of a transaction and rule subject to the requirements of the Directive, that the General Principles are respected): either: (i) in the circumstances set out in the rule; or (ii) in other circumstances where the Panel considers that the particular rule would operate unduly harshly or in an unnecessarily restrictive or burdensome or otherwise inappropriate manner (in which case a reasoned decision will be given)”.

nos casos em que uma pessoa adquira o controlo de uma sociedade, os restantes titulares de valores mobiliários terão de ser protegidos”²⁷¹.

No ordenamento jurídico português, como de seguida veremos, é nosso entendimento que a derrogação em virtude de o controlo ter sido adquirido em resultado de uma fusão, representa um dos casos em que este princípio não é respeitado.

Os princípios previstos na DdOPA correspondem a exigências mínimas, tendo os Estados Membros apenas liberdade para estabelecerem normas que defendam de forma mais intensa os princípios, em especial, o princípio da proteção dos acionistas em virtude da aquisição do controlo. No que toca à faculdade de prever exceções, a diretiva refere expressamente a necessidade de os princípios serem respeitados, no art. 4.º/5.

A regra da OPA obrigatória surge assim, como a forma escolhida pelo legislador europeu para proteger os interesses dos acionistas minoritários em face de uma alteração ou surgimento de uma posição de controlo.

A DdOPA considera que não é legítimo, face aos riscos inerentes a uma situação de controlo²⁷² (v.g., o problema dos benefícios privados de controlo, a redução de liquidez das ações, a perda de poder relativo dos acionistas e a possibilidade de alteração na gestão da sociedade), que os acionistas não tenham uma oportunidade de saída da sociedade mediante o pagamento de uma contrapartida equitativa. Tais riscos em nada são reduzidos no caso de o controlo ser adquirido na decorrência de um processo de fusão²⁷³.

A regra da OPA obrigatória impõe que a aquisição de controlo seja legitimada perante todos os acionistas, mediante o lançamento de uma oferta geral, em que é

²⁷¹ Sublinhado nosso.

²⁷² Estes riscos foram apresentados anteriormente no subcapítulo 3.1.

²⁷³ Tanto a diminuição da liquidez das ações como a perda de poder relativo, são riscos que na operação de fusão em geral não se verificam, bem pelo contrário, existe um aumento da liquidez das ações e os poderes mantêm-se iguais. Contudo, neste âmbito o que se trata é da situação em que um acionista assume o controlo em resultado da fusão, o que faz com que necessariamente exista uma concentração de direitos de voto nesse acionista, o que tem impactos tanto ao nível da liquidez dos títulos como dos poderes na sociedade.

concedida uma oportunidade de saída da sociedade contra o recebimento de uma contrapartida equitativa.

Ora, no processo de fusão não é concedida a mesma proteção aos acionistas minoritários.

Para a aprovação do projeto de fusão “basta” uma deliberação por maioria de 2/3 dos votos dos acionistas, sendo em princípio, contados os votos do acionista que vem a assumir o controlo, o que pressupõe, desde logo, que este tenha um poder de voto relevante, uma vez que em resultado da fusão terá de ultrapassar no mínimo um terço dos direitos de voto na nova sociedade ou na sociedade resultante da fusão.

Fica então clara a primeira grande diferença em relação às regras da OPA obrigatória: enquanto nesta o controlo terá de ser legitimado perante todos os acionistas, no caso da derrogação em análise, o legislador português parece considerar suficiente que o controlo se legitime de forma parcial, mediante uma aprovação por maioria de 2/3 dos votos, em que são contabilizados os votos daquele que vem a assumir o controlo.

Não nos parece suficiente, à luz da DdOPA, que seja admissível um controlo legitimado “apenas” por maioria de 2/3 dos votos, quórum esse que incorpora o poder de voto do acionista controlador²⁷⁴, nem que possa sequer ser argumentado que este é um dos casos em que os acionistas devem ficar sujeitos à vontade da maioria, uma vez que a preocupação da diretiva é a de assegurar os interesses dos acionistas minoritários. Não se defende que seja alterado o quórum deliberativo da fusão, mas antes que o novo controlador, legitime o controlo perante aqueles que se opuseram à fusão e/ou aqueles que não participaram na deliberação,

²⁷⁴ Sendo até de avançar com o seguinte exemplo, *ad absurdum*: seria possível prever uma derrogação em que o dever de lançamento de OPA seria derogado mediante uma deliberação de 2/3 dos acionistas da sociedade visada, se da informação preparativa da Assembleia Geral constar que caso contrário estaria um acionista adstrito a esse dever? A resposta em nosso entender é claramente que não. Esta solução violaria o princípio da proteção dos acionistas, desde logo por que o controlo nunca seria legitimado perante a totalidade dos mesmos.

concedendo-lhes uma oportunidade de sair da sociedade mediante o recebimento de uma contrapartida equitativa.

A segunda diferença prende-se com o direito de saída. Na fusão não é em princípio concedido um direito de saída aos acionistas. Os acionistas que não votaram favoravelmente a aprovação do projeto de fusão ficam sujeitos não só a um controlo que não legitimaram como se pode dar mesmo o caso de terem repudiado o surgimento do controlo, através do voto contra, sem que lhes seja concedido um direito de saída²⁷⁵.

A preocupação do legislador de conceder informação e tempo suficientes aos acionistas para formarem a sua decisão quanto àquela operação e quanto à estrutura de controlo que decorre da fusão acaba por ser inconsequente, uma vez que não é dada oportunidade aos acionistas insatisfeitos de saírem da sociedade.

Se acrescentarmos à “*profunda modificação da relação societária que*”²⁷⁶ a fusão origina, o que por si só leva a que autores defendam a existência de um direito de exoneração, o estabelecimento de um controlo, o que, também, por si só parece exigir à luz da DdOPA a concessão de um direito de saída, e ainda a demonstração do sócio da sua oposição àquela operação, concluímos que dificilmente se poderá entender que os interesses dos acionistas minoritários estão salvaguardados.

É importante ter presente que os riscos inerentes a uma posição de controlo, que estão na base da imposição da regra da OPA obrigatória, em nada são diminuídos por o controlo ser adquirido através de uma fusão.

²⁷⁵ A opção do legislador português pela delimitação da figura da OPA obrigatória em torno da figura sociedade aberta coloca aqui, no caso em que a sociedade não tenha os seus valores mobiliários admitidos à negociação, uma dificuldade acrescida para os acionistas minoritários, uma vez que estes não têm sequer a hipótese da saída pelo mercado. Estes acionistas dificilmente conseguiram alienar os seus valores mobiliários, ocorrendo o que se pretende evitar com o regime da OPA obrigatória, que os acionistas fiquem “presos” na sociedade mediante uma alteração de controlo. Este fato não poderá contudo ser tido em consideração no juízo de adequação à diretiva, uma vez que esta apenas incide sobre as sociedades com os seus valores mobiliários admitidos, pelo menos em parte, à negociação em mercado regulamentado. Sobre este ponto v. Ante-Projecto (...) *cit.*, onde é abordada a questão do distinto âmbito subjetivo da regra da OPA obrigatória da diretiva e do CVM, tendo o legislador considerado que não existiria qualquer incompatibilidade a este nível, uma vez que não existe um alargamento daquela regra a outras sociedades.

²⁷⁶ Cfr. DANIELA FARTO BATISTA, *ob. cit.*, p. 227.

A terceira diferença está ao nível da contrapartida que é oferecida caso seja previsto um direito de exoneração estatutário.

Em primeiro lugar, não se verá razão para ser a sociedade a assumir o custo de aquisição da participação aos acionistas descontentes, devendo em nosso entender, no caso agora em análise, ser aquele que vem a adquirir o controlo a suportar esse custo.

Em segundo lugar, como aponta FERREIRA DE ALMEIDA, “*os accionistas que se exonerem recebem uma contrapartida com valor tendencialmente inferior ao que resultaria da OPA obrigatória.*”²⁷⁷, não se vislumbrando razões, *de iure constituendo*, para que, mediante um controlo adquirido em resultado de uma fusão, não sejam aplicáveis aos acionistas descontentes as mesmas normas de cálculo da contrapartida.

Demonstrados três aspetos em que os interesses dos acionistas minoritários ficam mais desprotegidos na fusão do que na OPA, é importante tentar perceber se existem razões atendíveis para que, ponderados os interesses em jogo, se justifique este decréscimo de proteção dos acionistas minoritários.

A fusão, como refere CARREIRO, “*configura um importante instrumento da prática jurídica, nomeadamente de reestruturação, integração e aquisição de empresas*”²⁷⁸.

Dentro da pluralidade de fundamentos que podem estar subjacentes à opção por esta operação, alguns poderão ser, abstratamente, do interesse dos acionistas, como os casos de reestruturação societária, enquanto outros podem ser meras opções empresariais, materialmente, uma aquisição de uma empresa²⁷⁹.

²⁷⁷ Cfr. *A OPA (...) ob. cit.*, p. 13, nota 26.

²⁷⁸ Cfr. SOFIA CARREIRO, *A fusão in Aquisição de Empresas* (coord. PAULO CÂMARA), Coimbra Editora, Coimbra, 2011, p. 128.

²⁷⁹ V. PAULO CÂMARA e MIGUEL BRITO BASTOS, *O Direito de aquisição empresas: uma introdução in Aquisição (...) ob. cit.*, pp. 13 a 64, v. em especial, pp. 54 a 58, onde os autores apresentam a fusão e a OPA como paradigmas distintos de técnicas aquisitivas.

O legislador português, em nome da segurança e da certeza jurídica, ao prever este caso concreto como derrogação, fechou a porta a uma análise dos méritos de cada operação em concreto.

No nosso entender, como refere FERREIRA DE ALMEIDA, a previsão desta derrogação deve-se essencialmente a razões de política legislativa²⁸⁰, sendo claro que o legislador tem vindo a incentivar os processos de fusão através de alterações legislativas²⁸¹.

A *preferência* do legislador por operações de fusão em detrimento, v.g., da OPA fica bem clara nas palavras de CÂMARA e BRITO BASTOS, quando afirmam que o legislador encara os processos de fusão “*como instrumentos privilegiados para propiciar empresas com maior dimensão, mais competitivas e robustas. Em vez de um processo de transferência de riqueza - como é tipicamente a OPA - a fusão representa um processo de concentração de recursos financeiros, humanos e técnicos e de recondução de diversos acervos patrimoniais a uma só pessoa colectiva*”²⁸².

Contudo, ao nível da OPA obrigatória, o legislador português está adstrito ao princípio da proteção dos acionistas minoritários, previsto no art. 3.º/1, a) *in fine* da DdOPA, e nesse âmbito, resulta claro do que acima foi exposto que o processo de fusão não assegura o mesmo nível de proteção a estes acionistas.

Em nenhum dos Estados Membros estudados no âmbito deste trabalho o dever de lançamento de OPA é derrogado, de forma automática - dependendo apenas da verificação dos seus factos constitutivos e do requerimento do interessado ao supervisor - com base no facto de a posição de domínio ser adquirida em decorrência da fusão.

Os Estados Membros sujeitam a derrogação do dever de lançamento de OPA à apreciação do caso concreto (dispensa) e/ou à adoção de mecanismos de proteção

²⁸⁰ V. OPA (...) *ob. cit.*, p. 13.

²⁸¹ V.g., o Decreto-lei n.º 76-A/2006 de 29 de março, o Decreto-lei n.º 8/2017 de 17 de janeiro e o Decreto-lei, n.º 185/2009 de 12 de agosto.

²⁸² Cfr. *ob. cit.*, pp. 54 e 55.

dos interesses dos acionistas minoritários, inexistentes no nosso ordenamento jurídico, como o *whitewash procedure*.

Em suma, apesar de ser indiscutível a importância da fusão como forma de concentração económica, a verdade é que, à luz dos princípios previstos na DdOPA, em especial do princípio de proteção dos acionistas minoritários, dificilmente se poderá considerar que o processo de fusão é, em qualquer circunstância e independentemente da forma como se encontra estabelecido, razão atendível para fundamentar a derrogação do dever de lançamento de OPA.

Em nosso entender, a conformidade com a DdOPA exige que sejam pensados mecanismos protetores dos interesses dos acionistas minoritários.

Se é verdade que para os acionistas que votaram a favor do processo de fusão a exigibilidade de uma oportunidade de saída em virtude da aprovação dessa mesma fusão poderia ser qualificado como uma situação de abuso de direito na modalidade de *venire contra factum proprium*, aos outros acionistas que não legitimaram esse controlo, deve o ordenamento jurídico conferir uma tutela acrescida.

Esta solução poderá passar pelo estabelecimento de um *whitewash procedure*²⁸³, ou por uma opção mais onerosa para o controlador, mas que nos parece conformar-se melhor com os interesses em causa: a concessão, por parte do novo controlador aos minoritários de uma oportunidade de saída, mediante um pagamento de uma contrapartida equitativa a todos aqueles acionistas que não contribuíram com o seu voto para a aprovação da fusão e para a legitimação do controlo que decorre dessa operação.

²⁸³ V. JULIANO FERREIRA, *ob. cit.*, pp. 209 e 210.

5. Conclusões

Ao longo do nosso trabalho fomos apresentando conclusões parcelares referentes a cada questão analisada e sobre as quais tomámos posição. Julgamos ser, nestes termos, dispensável uma transcrição sintética de cada uma delas, parecendo-nos ser mais significativo dedicar estas derradeiras notas às ideias-chaves que, julgamos nós, permitirão apreender os principais aspetos do nosso percurso e raciocínio.

A aquisição de controlo é suscetível de fazer emergir uma série de riscos para os acionistas minoritários, v.g., a apropriação pelo novo controlador dos benefícios privados de controlo, a diminuição da liquidez das ações e o consequente impacto negativo no seu valor de mercado, bem como a alteração da gestão da sociedade, tendo o legislador considerado esses riscos suficientemente relevantes para fundamentar uma tutela acrescida da posição jurídica daqueles, surgindo assim a regra da OPA obrigatória.

Esta regra tem como seu elemento constitutivo por excelência exatamente a aquisição do controlo da sociedade, sendo este a *ratio* da imposição do dever de lançamento de OPA geral e obrigatória. Este pode ser qualificado como um dever geral, que se consubstancia no lançamento de uma oferta de acordo com um processo legalmente previsto, colocando o oferente numa situação jurídica passiva, absoluta, em relação aos destinatários da oferta, não detendo estes, porém, direito subjetivo de crédito que lhes permita exigir o lançamento coativo da oferta. Não há, portanto, um direito subjetivo à OPA.

Em caso de incumprimento, o oferente poderá contudo ter de indemnizar os destinatários da oferta pelos prejuízos que daí decorram, verá os seus direitos de voto inibidos, pela CMVM, e poderá ainda ser por esta responsabilizado em termos contraordenacionais.

Tomando como objeto preferencial do nosso estudo a obtenção de controlo em decorrência de uma operação de fusão, verifica-se que, apesar de esta decorrer

necessariamente de acordo com um processo legal que habilita os acionistas, pela informação que lhes é prestada e pela possibilidade que lhes é dada de exercer o seu voto, de a conhecer e tomar posição sobre os seus méritos em nada são diminuídos os riscos inerentes ao estabelecimento de um controlo e que, também neste caso, justificam uma tutela acrescida aos acionistas minoritários.

Assim, a proteção conferida pelo processo de fusão aos acionistas minoritários é, pelo menos entre nós, inferior à concedida pela OPA obrigatória, não sendo em nosso entender procedente o entendimento de que no primeiro caso a operação (de fusão) se desenrola de acordo com um processo legalmente previsto por si só suficiente, pela informação que é prestada aos acionistas e pela possibilidade que lhes é dada ao exercer o seu voto, para tutelar, com similar intensidade, os interesses que se colocam e o modo pelo qual são protegidos no caso da OPA obrigatória.

Desde logo, torna-se evidente que, ao contrário do que sucede na OPA, o processo de fusão não concede uma oportunidade de saída aos acionistas, salvo previsão estatutária ou no âmbito de fusão por incorporação de sociedade detida a mais de 90%, sendo que mesmo nestes casos as condições oferecidas aos acionistas seriam, tendencialmente, desfavoráveis, em resultado da aplicação dos distintos critérios de avaliação que são previstos para o direito de exoneração na fusão e para a determinação da contrapartida mínima na OPA obrigatória, art. 105.º CSC e 188.º CVM.

Por outro lado, para a aprovação do projeto de fusão “basta” uma deliberação por maioria de 2/3 dos votos, sendo em princípio contados os votos do acionista que vem a assumir o controlo, o que é substancialmente diferente da legitimação exigida pela OPA obrigatória: o controlo terá de ser legitimado perante a totalidade dos acionistas, podendo estes decidir individualmente sobre a oferta que lhes é apresentada.

Poderá ser argumentado que a fusão terá, por vezes, propósitos que podem ser do interesse dos acionistas minoritários, como serão os casos da reestruturação

societária, mas a verdade é que em outros casos se trará materialmente de uma aquisição de uma sociedade. O legislador, ao prever este caso como derrogação, fechou a porta a uma análise dos méritos da operação em concreto.

Em todos os ordenamentos jurídicos estrangeiros analisados no âmbito deste trabalho, o controlo adquirido em resultado de uma operação de fusão não é previsto como derrogação, dependendo sempre de apreciação por parte da autoridade de supervisão e/ou de mecanismos protetores dos acionistas minoritários, v.g., como apenas participarem na Assembleia Geral os acionistas que não estejam em relação com o oferente nos termos do art. 20.º/1 do CVM (*whitewash procedure*).

Apesar da indiscutível importância da fusão como forma de concentração económica, a verdade é que à luz dos princípios previstos na DdOPA, em especial o princípio da proteção dos acionistas minoritários, dificilmente se poderá considerar que o processo de fusão é, em qualquer circunstância e independentemente da forma como se encontra estabelecido, razão atendível para fundamentar a derrogação do dever de lançamento de OPA.

Solução melhor poderá passar pelo estabelecimento de um *whitewash procedure* ou por uma opção mais onerosa para o controlador, mas que nos parece conformar-se melhor com os interesses em causa: a concessão por parte do novo controlador aos acionistas minoritários de uma oportunidade de saída, mediante um pagamento de contrapartida equitativa, a todos aqueles acionistas que não contribuíram com o seu voto para a aprovação da fusão e para a legitimação do controlo que decorre dessa operação.

Bibliografia

- ABREU, JORGE MANUEL COUTINHO DE, *Curso de Direito Comercial*, vol.II, 4.^a Edição, Almedina, Coimbra;
- ALMEIDA ANTÓNIO PEREIRA DE, *Sociedades Abertas in Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VI, Coimbra Editora, Coimbra, 2006, pp. 9 a 49;
- ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, *Contratos I*, 5^a Edição, Almedina, Coimbra, 2013;
- ALMEIDA, CARLOS FERREIRA DE, *OPA Obrigatória no direito português. Pressupostos do dever e efeitos civis do incumprimento*, in *Estudos do Instituto de Valores Mobiliários*, 2013, (última vez consultado a 22/03/2015, em: <http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/index.php?p=11>);
- ANTUNES, JOSÉ A. ENGRÁCIA, *Aquisição Tendente ao Domínio Total: Da sua Constitucionalidade*, Coimbra Editora, Coimbra, 2001;
- ANTUNES, JOSÉ ENGRÁCIA, *A igualdade de tratamento dos acionistas na OPA*, in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, Ano 2 (março de 2010), vol. 3, pp. 87 a 111;
- BAPTISTA, DANIELA FARTO, *O Direito de Exoneração dos Accionistas: das suas causas*, Coimbra Editora, Coimbra, 2005;
- BERLE, ADOLPH / MEANS, GARDINER, *The Modern Corporation and Private Property*, (reimpressão), New Jersey, 1991;
- BÖCKLI, PETER / DAVIES, PAUL L. / FERRAN, EILIS / FERRARINI, GUIDO A. / GARRIDO GARCIA, JOSÉ M. / HOPT, KLAUS J. / PIETRANCOSTA, ALAIN / PISTOR, KATHARINA / SKOG, ROLF / SOLTYSINSKI, STANISLAW / WINTER, JAAP W. / WYMEERSCH, EDDY, *Response to the European Commission's Report on the Application of the Takeover Bids Directive*, Oxford Legal Studies Research Paper No. 5/2014, 2014, (última vez consultado a 22/03/2015, em: <http://ssrn.com/abstract=2362192>);
- BOTELHO, GUSTAVO DE SOUSA, *O direito de exoneração do acionista minoritário*, Almedina, Coimbra, 2014;
- PETER BURBIDGE, *United Kingdom*, in *Takeover bids in Europe: the Takeover Directive and its implementation in the Members States* (coord. MAUL, SILJA / MUFFAT-JEANDET, DANIELE / SIMON, JOËL), Memento Verlag, Freiburg, 2008;

- CÂMARA, PAULO, *Deveres de informação e formação de preços no direito dos valores mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 2, 1998, pp. 79 a 93, (última vez consultado a 22/03/2015, em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/Cadernos%20MVM-2.pdf>);
- CÂMARA, PAULO, *O dever de lançamento de oferta pública de aquisição no novo código de valores mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, 2000, pp. 196 a 269, (última vez consultado a 22/03/2015, em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C07PauloCamara.pdf>);
- CÂMARA, PAULO, *Manual de Direito dos Valores Mobiliários*, 2ª Edição, Almedina, Coimbra, 2011;
- CÂMARA, PAULO / BASTOS, MIGUEL BRITO, *O direito da aquisição de empresas: uma introdução*, in *Aquisição de Empresas* (coord. PAULO CÂMARA), Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 13 a 64;
- CARREIRO, SOFIA, *A fusão* in *Aquisição de Empresas* (coord. PAULO CÂMARA), Coimbra Editora, Coimbra, 2011, pp. 127 a 155;
- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, *A imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 7, 2000, pp. 163 a 193, (última vez consultado a 22/03/2015, em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/C07CarlosOCastro.pdf>);
- CASTRO, CARLOS OSÓRIO DE, *Os Casos de Obrigatoriedade do Lançamento de uma Oferta Pública de Aquisição*, in *Problemas Societários e Fiscais do Mercado de Valores Mobiliários*, Lisboa, Edifisco, 1992, pp. 9 a 77.
- CMVM, *Parecer genérico sobre os deveres de comportamento na pendência de Oferta Pública de Aquisição*, (última vez consultado a 22/03/2015, em: <http://www.cmvm.pt/cmvm/recomendacao/pareceres/pages/20060321.aspx>);
- CMVM, *Relatório Final da Consulta Pública n.º 11/2005 sobre Anteprojecto de Diploma de Transposição da Directiva das OPA* (última vez consultado a 22/03/2015, em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Pages/consulta_cmvm20051108.aspx);
- CMVM, *Ante-Projecto de Diploma de Transposição da Directiva das OPA* (última vez consultado a 22/03/2015, em: http://www.cmvm.pt/CMVM/Consultas%20Publicas/Cmvm/Pages/consulta112005_anteprojectoOPAA.aspx);

- COMISSÃO EUROPEIA, *Proposta de diretiva do Parlamento Europeu e do Conselho relativa às ofertas públicas de aquisição*, COM (2002) 534 final (última vez consultado a 22/03/2015, em: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52002PC0534&from=EN>);
- COMISSÃO EUROPEIA, *Commission Staff Working Document, Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, de 21 de fevereiro de 2007, (última vez consultado a 22/03/2015, em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf);
- COMISSÃO EUROPEIA, *Report from the Commission to the European Parliament, The Council, The European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*, COM (2012) 347 final de 28 de junho de 2012, (última vez consultado a 22/03/2015, em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf);
- COMISSÃO EUROPEIA, *Relatório sobre a aplicação da Diretiva 2004/25/CE relativa às ofertas públicas de aquisição de 25 de março de 2013*, (última vez consultado a 22/03/2015, em: http://europa.eu/legislation_summaries/internal_market/businesses/company_law/l26012a_pt.htm);
- CONSOB, *Consultation Paper, Transposition of Directive 2004/25 EC of the European Parliament and of the Council and Review of Regulations on Takeover Bids and Exchange Tender Offers*, de 6 de outubro de 2010, (última vez consultado a 22/03/2015, em: http://www.consob.it/mainen/legal_framework/consultations/index.html);
- CONSOB, *Consultation Paper, Transposition of Directive 2004/25 EC of the European Parliament and of the Council and Review of Regulations on Takeover Bids and Exchange Tender Offers*, de 18 de fevereiro de 2011, (última vez consultado a 22/03/2015, em: http://www.consob.it/mainen/legal_framework/consultations/index.html);
- COUTO, ANA SÁ, *Breve Comentário à Transposição da Diretiva das OPA*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 25, Dezembro, 2006, (última vez consultado a 22/03/2015, pp. 70 a 78, em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/f2ebc703633e430a8745f3cecd35576cDossier4.pdf>);
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *OPAs Obrigatórias: Pressupostos e Consequências da sua Não-realização*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, ano III (2011), n.º 4, pp. 927 a 984;

- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES, *SA: Assembleia Geral e Deliberações Sociais*, reimpressão, Almedina, Coimbra, 2009;
- CORDEIRO, ANTÓNIO MENEZES (coord.), *Código das Sociedades Comerciais, Anotado*, 2.^a Edição, Almedina, Coimbra, 2011;
- DUARTE, RUI PINTO, *Tipicidade e Atipicidade dos Contratos*, Almedina, 2000;
- ESMA, *Public Statement, Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive*, (última vez consultado a 22/03/2015, em: <http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-677.pdf>);
- FALCÃO, JOÃO PAULO MENEZES, *A OPA Obrigatória*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2001, pp. 179 a 228;
- FERREIRA, BRUNO, *Influência dominante, articulação accionsita e designação de administradores*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, Ano IV (2014), n.º 2, pp. 327 a 340;
- FERREIRA, JULIANO, *Excepções ao Dever de Lançamento de Oferta Pública de Aquisição* in *Direito das Sociedades em Revista*, Almedina, Coimbra, ano 3, vol. 6, outubro 2011, pp. 189 a 224;
- FERREIRA, MANUEL REQUICHA, *OPA Concorrente*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. X, Coimbra Editora, Lisboa, 2011;
- FIGUEIREDO, ANDRÉ, *A Informação Difundida no Mercado de Valores Mobiliários e os Poderes da CMVM: Uma “Nova Dimensão do Direito Administrativo”?* in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 24, 2006, pp. 64 a 98, (última vez consultado a 22/03/2015, em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/1c0b6cc6912f42b9923bf34f611c4c1cArtigo91.pdf>);
- FURTADO, JORGE HENRIQUE PINTO, *Curso de Direito das Sociedades*, 5.^a Edição, Almedina, Coimbra, 2004;
- GARCIA, AUGUSTO TEIXEIRA, *Da Oferta Pública de Aquisição e o seu Regime Jurídico*, *Stvdia Ivridica*, n.º 11, Coimbra Editora, Coimbra, 1995;
- GONÇALVES, DIOGO COSTA, *Fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais: a posição jurídica dos sócios e a delimitação do statuo viae*, Almedina, Coimbra, 2008;
- GONÇALVES, DIOGO COSTA, *Direitos Especiais e o Direito de Exoneração em Sede de Fusão, Cisão e Transformação de Sociedades Comerciais*, in *O Direito*, Almedina, Coimbra, ano 138, II, 2006;

- GONÇALVES, PEDRO COSTA, *Anotação ao Acórdão do Tribunal Central Administrativo-Sul, de 6 de Fevereiro de 2010*, in *RLJ* n.º 3964, 2011, pp. 39 a 67;
- GUINÉ, ORLANDO VOGLER, *A Transposição da Directiva 2004/25/CE e a Limitação dos Poderes do Órgão de Administração da Sociedade Visada*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 22, Dezembro 2005, pp. 21 a 46, (última vez consultado a 22/03/2015, em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/9c245d4fe8f04826bd6881758bde2f2OrlandoGuin%C3%A9.pdf>);
- GUINÉ, ORLANDO VOGLER, *Da Conduta (Defensiva) da Administração “Opada”*, Almedina, Coimbra, 2009;
- HOPT, KLAUS, *A Harmonização do Regime das Ofertas Públicas de Aquisição (OPAs) na Europa*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. II, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 215 a 239;
- JÚDICE, JOSÉ MIGUEL / ANTAS, MARIA LUÍSA / FERREIRA, ANTÓNIO ARTUR / PEREIRA, JORGE BRITO, *OPA – Ofertas Públicas de Aquisição (Legislação comentada)*, Económico Semanário, Lisboa, 1992;
- LEITÃO, LUÍS MENEZES, *A responsabilidade civil no âmbito de O.P.A.*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 111 a 125;
- LIMA, PIRES DE / VARELA, ANTUNES, *Código Civil Anotado*, vol. I (Artigos 1 a 761), 4.ª Edição, Coimbra Editora, Coimbra, 1987;
- MACHADO, JOÃO BAPTISTA, *Introdução ao Direito e ao Discurso Legitimador*, 16.ª Reimpressão, Almedina, Coimbra, 2007;
- MAIA, PEDRO, *O Presidente da Assembleia de Sócios*, in *Problemas do Direito das Sociedades*, IDET/Almedina, Coimbra, 2002, pp. 421 a 468;
- MARTINS, JOSÉ PEDRO FAZENDA, *Operações sobre Instrumentos Derivados, Imputação de Direitos de Voto e Contrapartida da Oferta Pública de Aquisição*, in *Estudos em Memória do Professor Doutor Paulo M. Sendim*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2012, pp. 133 a 166;
- MAUL, SILJA / MUFFAT-JEANDET, DANIELE / SIMON, JOËL (coord.), *Takeover bids in Europe: the Takeover Directive and its implementation in the Members States*, Memento Verlag, Freiburg, 2008;

- MCCAHERY, JOSEPH A. / VERMEULEN, ERIK P.M., *Does the Takeover Bids Directive Need Revision?*, Tilburg Law School Legal Studies, School Research Paper n.º 005/2010, 2010, (última vez consultado a 22/03/2015, em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1547861&download=yes);
- MENDONÇA, JORGE RIBEIRO, *A tomada de sociedade através de oferta pública de aquisição*, in *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, vol. 45, n.ºs 1 e 2, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 47 a 81;
- MUCCIARELLI, FEDERICO, *Equal treatment of shareholders and European Union law – Case note on the Decision “Audiolux” of the European Court of Justice*, in *European Company Financial Law Review*, vol. 7, issue 1, 2010, pp. 158 a 167, (última vez consultado a 22/03/2015, em: http://www.academia.edu/350672/Equal_treatment_of_shareholders_and_European_Union_Law);
- NEVES, VÍTOR PEREIRA, *A Natureza Transitiva dos critérios de imputação de direitos de voto no Código dos Valores Mobiliários*, in *Estudos Comemorativos dos 10 anos da Faculdade de Direito da Universidade Nova*, vol. II, Almedina, Coimbra, 2008, pp. 507 a 541;
- NEVES, VÍTOR PEREIRA, *Delimitação dos votos relevantes para efeitos de constituição e de exigibilidade do dever de lançamento de oferta pública de aquisição*, in *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Carlos Ferreira de Almeida* (org. LEBRE DE FREITAS e o.), vol. I, Almedina, Coimbra, 2011, pp. 711 a 754;
- OLIVEIRA, ANA PERESTRELO DE, *OPA Obrigatória e Controlo Indirecto*, in *Revista de Direito das Sociedades*, Almedina, Coimbra, ano IV (2012), n.º 3, pp. 593 a 661;
- PAPADOPULOS, THOMAS, *The mandatory provisions of the Takeover Bid Directive and their deficiencies*, in *Law and Financial Markets Review – LFMR*, vol. 1, n.º 6, (2007), pp. 525 a 533, (última vez consultado a 22/03/2014, em: <http://ssrn.com/abstract=1088894>);
- PARTNERS, MARCUS / CEPS, *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 2012, (última vez consultado a 22/03/2015, em: http://ec.europa.eu/internal_market/company/takeoverbids/index_en.htm);
- PRATA ANA, *Dicionário Jurídico*, Vol. I, 5ª Edição, Almedina, Coimbra, 2009;
- PEREIRA, JORGE BRITO, *A OPA Obrigatória*, Almedina, Coimbra, 1998;
- RESENDE, JOÃO MATTAMOUROS, *A imputação de direitos de voto no Mercado de Capitais*, Universidade Católica Editora, Lisboa, 2010;

- RUSSO, FÁBIO DE CASTRO, *Fusão Cisão de Sociedades (Portugal)*, in *Questões de Direito Societário em Portugal e no Brasil* (obra coletiva coord. FÁBIO ULHOA COELHO e MARIA DE FÁTIMA RIBEIRO), Almedina, Coimbra, 2012, pp. 589 a 614;
- SANTOS, GONÇALO CASTILHO DOS, *O dever dos emitentes de valores mobiliários admitidos à negociação em bolsa de informar sobre factos relevantes*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. V, Coimbra Editora, Coimbra, 2004, pp. 273 a 307;
- SANTOS, HUGO MOREDO, *As Ofertas Concorrentes*, Coimbra Editora, Coimbra, 2008;
- SANTOS, HUGO MOREDO, *Transparência, OPA Obrigatória e Imputação de Direitos de Voto*, Coimbra Editora, Coimbra, 2011;
- SILVA, JOÃO CALVÃO, *Conflito de interesses e abuso do direito nas sociedades in Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 2001, pp. 107 a 140;
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Fusão de Sociedades, Acordo de voto e Derrogação da Obrigatoriedade de OPA*, in *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 2001, pp. 39 a 59;
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Suspensão do Dever de Lançamento de OPA*, in *Estudos Jurídicos (Pareceres)*, Almedina, Coimbra, 2001, pp. 7 a 35;
- SILVA, JOÃO CALVÃO DA, *Ofertas Públicas de Aquisição (Regime Europeu e Português)*, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Jorge Figueiredo Dias*, vol. IV, Stvdia Ivridica, n.º 101, Coimbra Editora, Coimbra, 2010, pp. 983 a 1021;
- SILVA, JOÃO SOARES DA, *Alguma Observações em Torno da Tripla Funcionalidade da Técnica de Imputação de Votos no Código dos Valores Mobiliários*, in *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, n.º 26, Abril, 2007, pp. 47 a 58, (última vez consultado a 22/03/2015, em: <http://www.cmvm.pt/CMVM/Publicacoes/Cadernos/Documents/c20a8c9c613c43448d842c6614ca0956Dossier1.pdf>);
- SILVA, JOÃO SOARES DA, *Mandatory Bid Rule e Alternativa necessária em dinheiro: nota sobre o art. 188.º, n.º 3, do Código dos Valores Mobiliários*, in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Inocência Galvão Telles*, vol. IV, Almedina, Coimbra, 2003, pp. 1031 a 1054;
- SILVA, PAULA COSTA E, *Oferta Pública e alteração das circunstâncias*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. IV, Coimbra Editora, Coimbra, 2003, pp. 127 a 146;

- SILVA, PAULA COSTA E, *A imputação de direitos de voto na oferta pública de aquisição*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. III, Coimbra Editora, Coimbra, 2007, pp. 403 a 411;
- SILVA, PAULA COSTA E, *Sociedade Aberta, Domínio e Influência Dominante*, in *Direito dos Valores Mobiliários*, vol. VIII, Coimbra Editora, Coimbra, 2008, pp. 325 a 342;
- STOKES MIGUEL, *Ensaio sobre os requisitos substantivos da OPA Concorrente*, in *Estudos do Instituto dos Valores Mobiliários*, 2013, (última vez consultado a 22/03/2015, em: <http://www.institutovaloresmobiliarios.pt/index.php?p=12>.);
- VARELA, JOÃO MATOS ANTUNES, *Das obrigações em geral*, vol. I, 10ª Edição, Almedina, Coimbra, 2012;
- VASCONCELOS, PEDRO PAIS DE, *Concertação de accionistas, exoneração e OPA obrigatória em sociedades abertas*, in *Direito das Sociedades em Revista – Ano 2* (março de 2010), vol. 3, Almedina, Coimbra, pp. 11 a 48;
- VAZ, JOÃO CUNHA, *As OPA na União Europeia face ao Novo Código dos Valores Mobiliários*, Almedina, Coimbra, 2000;
- VENTURA, RAÚL, *Comentário ao Código das Sociedades Comerciais: Estudos vários sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992;
- VENTURA, RAÚL, *Ofertas Públicas de Aquisição e de Venda de Valores Mobiliários*, in *Estudos Vários sobre Sociedades Anónimas*, Almedina, Coimbra, 1992;
- WYMEERSCH, EDDY, *A New Look at the Debate About the Takeover Directive*, Financial Law Institute Working Paper No. 2012-05, Ghent University, 2012 (última vez consultado a 22/03/2015, em: <http://ssrn.com/abstract=1988927>);
- XAVIER, PEDRO VIEIRA DA GAMA LOBO, *A avaliação de sociedades comerciais num processo de fusão*, in *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, Ano L, n.º 3-4, Almedina, julho-dezembro, 2009, pp. 157 a 220;

Jurisprudência

- Acórdão do Tribunal de Justiça (Quarta Secção), de 15 de Outubro de 2009, “Audiolux S.A. e o. Bertelsmann AG e o.”, Proc. C-101/08 (disponível em <http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?language=pt&jur=C,T,F&num=C-101/08&td=ALL>)
- Acórdão Tribunal da Relação do Porto de 27 de junho de 2002 (Gonçalo Silvano), Proc. n.º 0230597 (disponível em www.dgsi.pt)
- Sentença do Tribunal da Concorrência, Regulação e Supervisão de Santarém, (1.º Juízo) de 24 de novembro de 2014 (disponível em http://www.cmvm.pt/CMVM/Comunicados/ContrOrdMtoGraves/Documents/Senten%C3%A7a_Finertec_e_JoaquimPereira%20da%20Mota.pdf)

Documentos relativos a OPAs e outras operações referidas no texto

Todos os documentos referidos nesta seção foram consultados *online* pela última vez a 30 de março de 2015.

- OPA parcial e voluntária, anunciada pela Sonaecom SGPS, S.A. sobre ações representativas do seu próprio capital social, em 29 de outubro de 2013:

- Processo disponível em:

http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/emit_opas.cfm?num_ent=%24%21%24K%5B%23%20%20%20%0A

- OPA geral e voluntária, anunciada pela Sonae, SGPS, S.A. e pela Sonaecom, SGPS, S.A., sobre a PT Telecom – SGPS, S.A. e sobre a PT – Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A., em 6 de fevereiro de 2006:

- Processo disponível em:

http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/emit_opas.cfm?num_ent=%24%214SX%23%40%20%20%0A

- Relatório do Conselho de Administração de 6 de março de 2006 disponível em:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd10746.pdf>

- Relatório do Conselho de Administração de 12 de janeiro de 2007 disponível em:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd11566.pdf>

- Comunicado informativo sobre as deliberações da Assembleia Geral de Acionistas do dia 2 de março de 2007, disponível em:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR12287.pdf>

- OPA geral e obrigatória, anunciada pela Tagus Holdings S.à r.l, sobre a Brisa – Auto Estadas de Portugal, S.A., em 29 de março de 2012:

- Processo disponível em:

http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/emit_opas.cfm?num_ent=%23%23TW%5D%0A

- Relatório do Conselho de Administração de dia 24 de abril de 2012:
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd23915.pdf>
- Relatório complementar do conselho de Administração de dia 23 de junho de 2012:
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR40585.pdf>
- Perda de qualidade de sociedade aberta da Brisa – Auto Estradas de Portugal, S.A., na sequência da OPA geral e obrigatória lançada pela Tagus Holdings S.à r.l sobre as ações representativas do capital daquela, requerida em 4 de setembro de 2012:
 - Comunicado da Tagus Holdings S.à r.l a informar da apresentação de um requerimento à CMVM para que esta declare a perda da qualidade de sociedade aberta da Brisa – Auto Estradas de Portugal, S.A. :
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR41330.pdf>
 - Divulgação do projeto de decisão da CMVM, 10 de dezembro de 2012:
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR42600.pdf>
 - Comunicado de deferimento do requerimento sobre condição de que seja concedida uma oportunidade de saída dos acionistas através do recebimento de uma contrapartida equitativa, de 11 de fevereiro de 2013:
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR43444.pdf>
 - Comunicado em que é divulgada a perda de qualidade da sociedade aberta, em 5 de abril de 2013:
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR44317.pdf>
- OPAs concorrentes lançadas sobre a Espírito Santo Saúde – SGPS, S.A:
 - Processo disponível em:
http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/emit_opas.cfm?num_ent=%25%23TG%5C%21%3D%40%20%0A
 - Comunicado da CMVM com as perguntas e respostas mais frequentes sobre a operação, de dia 13 de outubro de 2014:
<http://www.cmvm.pt/cmvm/apoio%20ao%20investidor/faq/pages/20141013j.aspx>

- Prospeção de OPA concorrente geral e voluntária das ações representativas da Espírito Santo Saúde, lançada pela Fidelidade – Companhia de Seguros, S.A., divulgado a 26 de setembro de 2014:
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd30874.pdf>
- Adenda ao prospeção da Fidelidade, divulgada a 9 de outubro de 2014:
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd30972.pdf>
- Comunicado da Espírito Santo Saúde – SGPS, S.A. a informar sobre a declaração da CMVM de derrogação do dever de lançamento de OPA obrigatória subsequente da Fidelidade, de 20 de novembro de 2014 (Ofício do Conselho de Administração da CMVM em anexo):
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR52905.pdf>
- Assembleia Geral de Acionistas da PT Telecom – SGPS, S.A, para venda da PT Portugal, SGPS. S.A., à Altice, S.A. de 22 de janeiro de 2015:
 - Os vários comunicados divulgados pela PT em que é visível a preocupação da CMVM com a prestação de informação estão disponíveis em:
http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/ultimas_comunicacoes.cfm?num_ent=%24%21%24K%5B%23%20%20%20%0A&ano=%24%23T%5C%22%20%20%0A
 - Comunicado de dia 22 de janeiro de 2015, com os resultados da Assembleia Geral, onde é possível comprovar a inibição de direitos de voto da Telemar Norte Leste, S.A.:
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR53656.pdf>
- Oferta pública de subscrição de ações ordinárias, escriturais e nominativa, sem valor nominal, representativas do capital social da Sonae Indústria, SGPS, S.A., anunciada a 4 de novembro de 2014:
 - Processo disponível em:
http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/emit_opds.cfm?num_ent=%25%23D%3FT%21%3D%3C%20%0A
 - Prospeção, divulgado a 4 de novembro de 2014:
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd31088.pdf>

- Suspensão do dever de lançamento de OPA obrigatória, sobre as ações da INAPA – Investimentos, Participações e Gestão, S.A.:

- Comunicado em que é divulgada a atribuição de direitos de voto às ações preferenciais sem direito de voto levando, à ultrapassagem do patamar de um terço dos direitos de voto pelas várias entidades relacionados nos termos do art. 20.º/1, com a Caixa geral de Depósitos, S.A., de dia 2 de maio de 2014:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ50024.pdf>

- Ata da Assembleia geral de dia 6 de agosto de 2014, onde foi aprovada a alteração do contrato de sociedade para ser previsto um teto estatutário:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/CONV51744.pdf>

- Comunicado informativo sobre as deliberações da Assembleia Geral do dia 6 de agosto de 2014:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR51676.pdf>

- OPA geral e voluntária de aquisição de ações representativas do capital social da PT Telecom – SGPS, S.A, anunciada pela Terra Peregrin – Participações SGPS, S.A., em 9 de dezembro de 2014:

- Processo disponível em:

http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/emit_opas.cfm?num_ent=%24%21%24K%5B%23%20%20%20%0A

- Anúncio preliminar:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd31098.pdf>

- Prova negativa de domínio realizada pelo Caixa Bank, S.A., devido à ultrapassagem do patamar de um terço dos direitos de voto no Banco BPI, S.A.:

- Comunicado de dia 20 de abril de 2012, em que é informado a procedência do requerimento apresentado pelo CaixaBank, S.A. ao Conselho de Administração da CMVM:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ39092.pdf>

- OPA geral e voluntária de ações representativas do capital social do Banco BPI, S.A. anunciada pelo CaixaBank S.A., em 17 de fevereiro de 2015:

- Processo disponível em:

http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/emit_opas.cfm?num_ent=%23%224S%5D%0A

- Anúncio preliminar:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd31518.pdf>

- OPA geral e obrigatória de ações representativas do capital social da Futebol Clube do Porto – Futebol, S.A.D, anunciada pelo Futebol Clube do Porto, em 2 de outubro de 2014:

- Processo disponível em:

http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/emit_opas.cfm?num_ent=%25%23%24CZ%22%5DX%20%0A

- Anúncio preliminar:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR52358.pdf>

- Comunicado da CMVM de 10 de outubro de 2014, em que informa ter requerido à Ordem dos ROCs a nomeação de um auditor para fixação da contrapartida:

<http://www.cmvm.pt/cmvm/comunicados/comunicados/pages/20141010j.aspx>

- Anúncio de lançamento divulgado a 4 de dezembro de 2012:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR52358.pdf>

- Prospeto divulgado a 4 de dezembro de 2012:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/fsd31213.pdf>

- Transferência das ações da Sonaecom, SGPS, S.A., detidas pela Sonae, SGPS, S.A. para a Sontel B.V.:

- Comunicado informativo de 3 de janeiro de 2007, da interposição da Sontel B.V. na relação de domínio existente entre a Sonaecom, SGPS, S.A. e a Sonaecom, SGPS, S.A.:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ11664.pdf>

- Transferência das ações da Jerónimo Martins, SGPS, S.A., detidas pela Sociedade Francisco Manuel dos Santos, SGPS, S.A., para a Sociedade Francisco Manuel dos Santos, B.V.:

- Comunicado informativo de 2 de janeiro de 2012, da interposição da Sociedade Francisco Manuel dos Santos, B.V. na relação de domínio existente entre a Sociedade Francisco Manuel dos Santos, SGPS, S.A. e Jerónimo Martins, SGPS, S.A.:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/PQ36974.pdf>.

- Derrogação ao dever de lançamento de OPA apresentado pela Farminveste, S.A e pela Farminvest SGPS. Lda., sobre a Pararede, SGPS, S.A.:

- Comunicado de 11 de junho de 2008 informativo da Assembleia Geral de acionistas, onde foi aprovado o projeto de fusão:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR19130.pdf>

- Comunicado de 4 julho de 2008 informativo da derrogação do dever de lançamento de OPA, com a declaração da derrogação do dever de lançamento de OPA da CMVM, em anexo:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR19399.pdf>

-Fusão por incorporação da Optimus – SGPS, S.A. na Zon – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A.:

- Documentos da operação disponíveis em:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/Apoio%20ao%20Investidor/Operacoes/Pages/Opera%C3%A7%C3%A3odeFus%C3%A3oentreZoneaOptimus.aspx>

- Projeto de fusão:

<http://www.cmvm.pt/CMVM/SDI/Emitentes/Documents/1.%20projecto%20de%20fusão.pdf>

- Parecer da Comissão de Auditoria da Zon – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A de dia 22 de janeiro de 2012:

<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/CONV43240.pdf>

- Proposta do Conselho de Administração da Zon – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A., integrante da convocatória da Assembleia Geral de acionistas de 7 de março de 2013:
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/CONV43228.pdf>
- Comunicado informativo da Assembleia Geral de acionistas de 7 de março de 2013 em que foi aprovado o projeto:
<http://web3.cmvm.pt/sdi2004/emitentes/docs/FR43760.pdf>
- Deliberação da CMVM sobre a derrogação ao dever de lançamento de OPA condicionado à produção de efeitos da fusão de 19 de abril de 2013:
<http://www.cmvm.pt/CMVM/SDI/Emitentes/Documents/2.%20Delibera%C3%A7%C3%A3o%20da%20CMVM.pdf>
- Comunicado do dia 27 de agosto de 2013, onde é informado o mercado do registo da fusão e da produção de efeitos da derrogação:
<http://www.cmvm.pt/CMVM/SDI/Emitentes/Documents/6.%20Informa%C3%A7%C3%A3o%20sobre%20o%20registo%20da%20fus%C3%A3o%20Zon%20Optimus.pdf>
- Conduril - Engenharia, S.A.:
 - Contrato de sociedade:
<http://www.conduril.pt/grupoestatutos.php>